المضمون المعلوماتي للخسائر

إعداد

داليا إبراهيم محمد مصطفى

المشرف

الدكتور مأمون محمد الدبعي

قدمت هذه الرسالة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة

كلية الدراسات العليا

الجامعة الأردنية

كانون الثاني ٢٠١٠

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الرسالة (المضمون المعلوماتي للخسائر) وأجيزت بتاريخ ٢٠١٠/١/٥

أعضاء لجنة المناقشـــــــــــــــــة	التوقيـــــــــــــــــــــــع
الدكتور مأمون الدبعي، مشرفاً أستاذ مشارك– محاسبة	....
الأستاذ الدكتور محمد أبو نصار أستاذ – محاسبة	....
الدكتور توفيق عبدالجليل أستاذ مشارك – محاسبة	....
الدكتور خليل نمر أستاذ مساعد – محاسبة جامعة العلوم التطبيقية	....

تعتمد كلية الدراسات العليا
هذه النسخة من الرسالـــة
التوقيع......... التاريخ ٢٠١٠/١/١١

الإهداء

إلى من يكفيني فخراً أني أحمل اسمه

إلى من يرتعش قلبي طرباً لذكره

إلى من أودعني لله أهدي هذه الرسالة... إلى الغالي **أبي**

إلى من خشع قلبها لله راجية أن يكون منجدي

إلى من حاولت جاهدة أن تزرع السكون في روحي

إلى من جعلتني أعتز بنفسي أهدي هذه الرسالة... إلى الحبيبة **أمي**

إلى من كانوا أساس الدعم والمساندة

إلى من اهتموا لأمري رغم البعد المكاني

إلى من شعرت حقاً بفرحة نجاحي بوجودهم

أهدي هذه الرسالة ... إلى **أخواتي وأخي**

كما وأهديها إلى كل من قد يستفيد منها لاحقاً.

شكر وتقدير

بسم الله الرحمن الرحيم والحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيد الخلق سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

أما بعد،،،

بعد الشكر لله العلي القدير، أقدم أصدق الشكر إلى أستاذي الفاضل **الدكتور مأمون الدبعي** الذي تفضل بالإشراف على الرسالة مقدماً كل العون والعلم، ولما قدمه لي من دعم وتشجيع وتوجيهات هامة وضعتني في بداية طريقي كباحثة أكاديمية.

وأتوجه بالشكر إلى أعضاء لجنة المناقشة؛ **الأستاذ الدكتور محمد أبو نصار**، **والدكتور توفيق عبدالجليل**، **والدكتور خليل نمر** على الملاحظات القيمة التي أبدوها أثناء المناقشة والتي من شأنها أن تثري الرسالة، والتي سأعمل جاهدة على الأخذ بها واعطائها كل اهتمامي وتركيزي.

كما يطيب لي أن أتقدم بانحناءة تقدير واحترام إلى كل أستاذ قام بتعليمي خلال سنوات دراستي الجامعية، فقد كانوا السبب الرئيس باجتيازي مرحلة البكالوريوس بمرتبة الشرف، وها هم يجددون امتناني وتقديري وأنا أنهي مرحلة الماجستير بامتياز. كما ولا بد من تقديم الشكر والعرفان إلى زميلي أ. **معاذ عبدالقادر** الذي كان المعين الأول في أضيق الأوقات وأحرجها.

وأخيراً أشكر كل من ساهم في إتمام هذه الرسالة ومد يد العون لي راجية من المولى عز وجل أن يجزيه عني كل خير.

الباحثة

داليا إبراهيم مصطفى

فهرس المحتويات

قائمة الجداول

قائمة الملاحق

المضمون المعلوماتي للخسائر

إعداد
داليا إبراهيم محمد مصطفى

المشرف
الدكتور مأمون محمد الدبعي

ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار علاقة الخسائر بالعوائد السوقية للأسهم مع الأخذ بالاعتبار أثر توسيع نافذة قياس المتغيرات، ومدى تأثر هذه العلاقة بتكرر الخسائر عبر الزمن، وتطابق سلوك مشاهدات الارباح ومشاهدات الخسائر، والمضمون المعلوماتي الإضافي لكل من التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة الدفترية للسهم.

كذلك تم اختبار هذه العلاقة مع الأخذ بالاعتبار المتغيرات القرينية التالية؛ الرفع المالي للشركة، وفرص النمو للشركة، ومؤشرين للاقتصاد الكلي (التغير النسبي في مخفض الناتج المحلي الإجمالي كمقياس لمعدل التضخم، والرقم القياسي لكميات الصناعة)، والمدة التي مضت على إدراج الشركة في بورصة عمان.

وقد بلغ عدد شركات عينة الدراسة ٥٧ شركة مساهمة عامة صناعية وخدمية مدرجة في بورصة عمان خلال الفترة ١٩٩٥-٢٠٠٧، ولاختبار الفرضيات تم استخدام نماذج انحدار خطية بسيطة ومتعددة المتغيرات. وتوصلت الدراسة إلى النتائج التالية: (١) تختلف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم عن علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، حيث لا يوجد مضمون معلوماتي للخسائر. (٢) تزداد القوة التفسيرية لعلاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم عند توسيع نافذة قياس هذه العلاقة. (٣) تضعف القوة التفسيرية لعلاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم عند تكرار الخسائر عبر الزمن. (٤) يوجد فرق ذو دلالة إحصائية بين علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وعلاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم لمشاهدات الأرباح والخسائر ذات السلوك المتطابق. (٥) يوجد مضمون معلوماتي إضافي للقيمة الدفترية علاوة على تلك للخسائر المحاسبية فيما يتعلق بالعوائد السوقية للأسهم، بينما لا يوجد مضمون معلوماتي إضافي للتدفقات النقدية التشغيلية علاوة على تلك للخسائر. (٦) لا تتأثر علاقة الخسائر المحاسبية

والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية للأسهم بدرجة الرفع المالي للـــشركة، ومتغيـــرات الاقتصاد الكلي، والمدة التي مضت على إدراج الشركة في بورصة عمان. (٧) تتأثر علاقـــة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم عند الأخذ بعين الاعتبار فرص النمو للشركة.

الكلمات الدالة: الخسائر المحاسبية، الأرباح المحاسبية، التدفقات النقديـــة التـــشغيلية، القيمـــة الدفترية للسهم، العوائد السوقية للأســـهم، المـــضمون المعلومـــاتي، المـــضمون المعلومـــاتي الإضافي، الرفع المالي للشركة، فرص النمو للشركة، متغيرات الاقتصاد الكلي، المـــدة التـــي مضت على إدراج الشركة في بورصة عمان.

المقدمة

تمثل القوائم المالية الناتج الرئيس للنظام المحاسبي المالي، وتأتي أهمية هذا الناتج من كونه أحد أهم مصادر المعلومات المالية حول استمرارية الوحدة الاقتصادية، الأمر الذي يعنى به كل من المستثمرين والمقرضين والمحللين الماليين. حيث تستخدم هذه الفئات المعلومات المالية لاتخاذ القرارات الاستثمارية والائتمانية وغيرها من القرارات. كما وتستخدم المعلومات الموجودة في القوائم المالية لتوقع أداء الشركة المستقبلي وخاصة فيما يتعلق بحجم الأرباح المستقبلية، مما يكسب رقم الدخل المحاسبي أهمية خاصة في التحليل المالي. كما وتكمن أهمية رقم الدخل المحاسبي في كونه ينعكس في أسعار الأسهم السوقية، حيث أنه كلما كان أداء الشركة المتوقع أفضل وقيمة الربح المتوقعة أعلى كانت الشركة مصدر جذب أكبر للمستثمرين، حيث أن التغير في أسعار الأسهم يكون مصاحباً للتغير في رقم الدخل المحاسبي[١]. ومن هنا يأتي مفهوم المضمون المعلوماتي للأرقام المحاسبية (وبشكل خاص رقم الدخل المحاسبي) فيما يتعلق بالعوائد السوقية للأسهم.

وعليه فقد اهتم العديد من الباحثين بدراسة علاقة الارباح المحاسبية بالعوائد السوقية للاسهم وتعتبر دراسة Ball and Brown (1968) أول دراسة اختبرت وجود علاقة موجبة ما بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، ولكن لوحظ أن هذه العلاقة ضعيفة، الأمر الذي دعى العديد من الباحثين إلى دراسة أسباب ضعف هذه العلاقة، حيث وجد البعض أنها تعزى إلى عيوب في الدراسات التي اختبرت هذه العلاقة وإلى طريقة الإفصاح عن الأرباح المحاسبية وغيرها من الأسباب[٢].

وكان من ضمن محاولات توضيح أسباب انخفاض القوة التفسيرية لعلاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، اختبار أثر الخسائر المحاسبية على قوة هذه العلاقة[٣]. فلقد توصلت الدراسات السابقة إلى عدم وجود مضمون معلوماتي للخسائر المحاسبية، مما يسبب ضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، ويعود ذلك إلى عدم توقع تكرار

---

[1] (Beaver, 1968)

[2] (Lev, 1989)، (Ohlson and Shroff,1992)، (الدبعي وأبو نصار، ١٩٩٩).

[3] (Garcia-Ayuso and Rueda, 1999)

الخسائر بمعنى أنها مؤقتة، ومن المتوقع أن يتبعها تحقيق أرباح في الفترات المالية اللاحقة[٤]. أما في حالة استمرار تكرار الخسائر فعندها يتوجه المستثمر إلى تقييم الوضع المالي للشركة بالاعتماد على بيانات مالية أخرى (غير ربحية) للبحث في خيار التصفية إن أعلنت الشركة إفلاسها[٥].

وتسعى هذه الدراسة إلى محاولة إضافة إلى الأدب المحاسبي المختص بالمضمون المعلوماتي لرقم الدخل المحاسبي وتحديداً في حالة الخسائر المحاسبية. ففي الدراسات الأردنية التي حاولت تحسين قوة علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، قامت بعض الدراسات باختبار مواصفة علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم[٦]. ودراسات أخرى تناولت أثر السماح لمعاملات نموذج العلاقة بالتذبذب عبر الزمن وما بين الشركات[٧]، وكان من الدراسات أيضاً من حاول فيها الباحثون تنفيذ نموذج العلاقة بالاعتماد على نسبة الربح إلى السعر[٨].

ثم بادرت دراسات أخرى إلى البحث في أثر إشارة رقم الدخل وإشارة التدفقات النقدية التشغيلية على مضمونهما المعلوماتي، وقد أظهرت نتائج هذه الدراسات وجود مضمون معلوماتي للأرباح المحاسبية أو التدفقات النقدية التشغيلية عندما يكونان موجبين، وعدم وجود مضمون معلوماتي لهما عندما يكونان سالبين[٩].

ومن هنا جاءت الدراسة الحالية لتختبر مدى التحسن في علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم عند توسيع نافذة قياس هذه العلاقة ودراسة أثر تكرار الخسائرعلى هذه العلاقة، ومدى اختلاف المضمون المعلوماتي لمشاهدات الأرباح ومشاهدات الخسائر ذات السلوك المتطابق. كما تسعى إلى اختبار أثر بعض المتغيرات القرينية على هذه العلاقة وهي الرفع المالي للشركة، وفرص النمو للشركة، ومؤشرين للاقتصاد الكلي (التغير النسبي في مخفض الناتج المحلي الإجمالي، والرقم القياسي لكميات الصناعة)، والمدة التي مضت على الإدراج في بورصة عمان.

---

4 (Hayn,1995)
5 (Collins et al., 1999) ,(Hayn, 1995)
6 (الدبعي وأبونصار، ١٩٩٩)
7 (الدبعي، ٢٠٠٢)
8 (الدبعي وأبو نصار،٢٠٠٠)
9 (جبر والدبعي، ٢٠٠٨)، و(Philipich, 1994)، و(Davis-Friday and Gordon, 2005)

وعليه تم تقسيم الدراسة إلى أربعة فصول، حيث يعرض الفصل الأول أهمية الدراسة ومشكلتها وهدفها. أما الفصل الثاني فيعرض الدراسات السابقة، وصولاً إلى ما يميز هذه الدراسة. ومن ثم الفصل الثالث والذي يتضمن مجتمع الدراسة وعينتها، مع التركيز على شروط استثناء الشركات من المجتمع، ثم ينتقل لعرض مصادر جمع البيانات، ثم سرد فرضيات الدراسة، والأساليب الإحصائية المستخدمة لاختبار فرضياتها. ثم يأتي الفصل الرابع الذي يعرض التحليل الإحصائي الوصفي، ونتائج اختبار فرضيات الدراسة، وتختتم الدراسة بعرض أهم النتائج التي تم التوصل إليها وتوصيات الباحثة.

الفصل الأول

الإطار العام للدراسة

أهمية الدراسة

أهداف الدراسة

مشكلة الدراسة

أهمية الدراسة

تعد علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم من أكثر العلاقات التي تمت دراستها في الأبحاث المحاسبية القائمة على السوق، وقد تم التوصل إلى وجود علاقة موجبة ذات دلالة احصائية، مما يعني وجود مضمون معلوماتي للأرباح المحاسبية، إلا أنه لوحظ أن هذه العلاقة ضعيفة، فتتابعت الدراسات ساعية لتفسير أسباب ضعف هذه العلاقة.

ومن هنا تكمن أهمية هذه الدراسة بالنقاط التالية:

١. تمثل محاولة لتفسير سبب من أسباب ضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وهو وجود الخسائر المحاسبية.

٢. دراسة أثر كل من توسيع نافذة القياس وتكرر الخسائر على علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم.

٣. التحقق من المضمون المعلوماتي لمشاهدات الأرباح ومشاهدات الخسائر ذات السلوك المتطابق.

٤. معرفة فيما إذا كان للقيمة الدفترية للسهم والتدفقات النقدية التشغيلية مضموناً معلوماتياً إضافياً علاوة على تلك للأرباح المحاسبية.

٥. محاولة إيجاد متغيرات إضافية تفسر علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وذلك من خلال اختبار أثر إدخال أربعة متغيرات قرينية على علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وهي؛ درجة الرفع المالي للشركة، وفرص النمو للشركة، ومتغيرات الاقتصاد الكلي، والمدة التي مضت على إدراج الشركة في بورصة عمان

٦. تقديم دليل على المضمون المعلوماتي للخسائر من السوق الأردنية، ومحاكاتها للعديد من الدراسات العالمية السابقة.

أهداف الدراسة

تهدف هذه الدراسة إلى معرفة طبيعة علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية لأسهم شركات المساهمة العامة الصناعية والخدمية المدرجة في بورصة عمان من خلال:

١. اختبار فيما إذا كانت علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم تختلف عن علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم.
٢. اختبار أثر كل من تكرر الخسائر وتوسيع نافذة قياس الدراسة على علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم.
٣. المقارنة بين علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد للأسهم وعلاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم لمشاهدات الأرباح ومشاهدات الخسائر ذات السلوك المتطابق.
٤. دراسة أثر أربعة متغيرات قرينية على علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم. والمتغيرات القرينية هي؛ فرص النمو للمنشأة، والرفع المالي للمنشأة، ومؤشرين للاقتصاد الكلي، والمدة التي مضت على إدراج المنشأة في سوق عمان المالي.
٥. اختبار إن كان هناك مضموناً معلوماتياً إضافياً للقيمة الدفترية علاوة على تلك للخسائر المحاسبية فيما يتعلق بالعوائد السوقية للأسهم.
٦. السعي في زيادة وعي المستثمرين من خلال مساعدتهم على اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح الذي ينعكس بدوره على كفاءة السوق المالي.
٧. محاولة خدمة إدارة الشركة والمدراء الماليين فيها في معرفة العوامل المؤثرة في تحديد السعر السوقي لسهمها لما لذلك من أثر كبير على فهم سلوك المستثمر والمقرض لديها، مما يعينها على تحقيق أحد أهم الأهداف الرئيسة للشركة والمتمثل بتعظيم ثروة المساهمين.

مشكلة الدراسة

تحاول هذه الدراسة تفسير أحد أسباب انخفاض القوة التفسيرية لعلاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، وهو وجود الخسائر المحاسبية. وبهذا تتمثل مشكلة الدراسة من خلال طرح الأسئلة التالية:

١) هل هناك اختلاف في المضمون المعلوماتي للخسائر المحاسبية عن المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية؟

٢) ما أثر توسيع نافذة قياس الدراسة على علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم؟

٣) هل هناك أثر لتكرار الخسائر المحاسبية عبر الزمن على علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم؟

٤) هل هناك اختلاف بين المضمون المعلوماتي لمشاهدات الأرباح ومشاهدات الخسائر ذات السلوك المتطابق؟

٥) هل تقدم كل من القيمة الدفترية للسهم والتدفقات النقدية التشغيلية معلومات إضافية تساعد على تفسير التذبذب الحاصل في أسعار الأسهم؟

٦) ما أثر درجة الرفع المالي للشركة على علاقة الخسائر المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية للأسهم؟

٧) ما أثر فرص نمو الشركة على علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم؟

٨) ما أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم؟

٩) هل هناك أثر للمدة التي مضت على إدراج الشركة في بورصة عمان على علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم؟

الفصل الثانـي

أدبيات الأدب المحاسبي للدراسة

أدبيات الأدب المحاسبي

ملخص الدراسات السابقة

ما يميز هذه الدراسة

أدبيات الأدب المحاسبي

تمهيد

تعتبر علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم من مجالات البحث القليلة التي نالت اهتماماً واسعاً في الأبحاث التطبيقية في المحاسبة والتمويل.

وتعد دراسة Ball and Brown (1968) الأولى من نوعها التي اهتمت بهذا المجال، فقد اهتمت بدراسة المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية، من خلال اختبار علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم على السوق الأمريكية، وخرجت بوجود علاقة موجبة وذات دلالة احصائية بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم. وقد تبعت هذه الدراسة العديد من الدراسات التي أكدت وجود هذه العلاقة[١٠].

إلا أنه تبين أن المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية منخفض، ودأبت من بعدها الدراسات في البحث عن أسباب ضعف هذه العلاقة، حيث توصل البعض إلى أن من أسباب ضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم يعود إلى التحيز في طرق القياس المحاسبية ومبادىء التقييم، أو التلاعب في المعلومات المفصح عنها من قبل الإدارة، علاوة على أن النظام المحاسبي قد يتأخر في عكسه للمعلومات ذات العلاقة بقيمة الشركة أو قد يكون متحفظاً في عكسه لتلك المعلومات[١١]. كما بينت دراسات أخرى أن ضعف العلاقة يعود لفقدان الأرقام المحاسبية قيمتها، وكانت من أسباب انخفاض القيمة للأرقام المحاسبية استخدام مبدأ التكلفة التاريخية، ومبدأ الحيطة والحذر، والاستثمار في الأصول غير الملموسة، وكذلك الخسائر المحاسبية، حيث توصل الباحثون إلى أن للخسائر تأثير أقل على العوائد السوقية للأسهم بالمقارنة مع الأرباح المحاسبية، فقد أظهرت النتائج أن كلاً من القوة التفسيرية ومعامل استجابة الأرباح أقل في حالة الخسائر المحاسبية منه في حالة الأرباح المحاسبية[١٢].

جاء بعد ذلك العديد من الدراسات التي سعت لتحسين القوة التفسيرية لنموذج علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم من خلال تحديد المواصفة الأفضل لنموذج هذه

---

[10] (Kothari, 1992)، (الدبعي وأبو نصار، ١٩٩٩).
[11] (Lev,1989)
[12] (Garcia-Ayuso and Rueda, 1999)

العلاقة باستخدام منهجيات متعددة ومنها استخدام أسلوب التحليل القريني، وإدخال متغيرات مالية أخرى على نموذج العلاقة.

سيتم في هذا الفصل عرض هذه الدراسات بالاعتماد على تسلسل أفكار هذه الدراسات ونتائجها.

وعليه فقد تم تقسيم هذه الدراسات إلى خمسة أقسام وفقاً لأهدافها ونتائجها، وسيتم عرضها على النحو التالي:

١. الدراسات التي حاولت تفسير استمرار وجود ضعف في علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، وتحديد أفضل مواصفة لنموذج هذه العلاقة.
٢. الدراسات التي تناولت اختبار علاقة الأرباح المحاسبية ومتغيرات مالية أخرى (غير ربحية) بالعوائد السوقية للأسهم.
٣. الدراسات التي اختبرت علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية بالأسهم.
٤. الدراسات التي تناولت اختبار علاقة الخسائر المحاسبية ومتغيرات مالية أخرى (غير ربحية) بالعوائد السوقية للأسهم.
٥. الدراسات التي تناولت اختبار علاقة رقم الدخل المحاسبي (بحالتيه الأرباح والخسائر) بالعوائد السوقية للأسهم باستخدام أسلوب التحليل القريني.

أولاً: الدراسات التي حاولت تفسير استمرار وجود ضعف في علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، وتحديد أفضل مواصفة لنموذج هذه العلاقة

توصل Lev (1989) من مراجعته المتعمقة للبحث المحاسبي القائم على السوق (Market based Accounting Research) لنتيجة مفادها أن قوة الأرباح المحاسبية التفسيرية للعوائد السوقية للأسهم ضعيفة. ومن التفسيرات التي تم تقديمها لهذه النتيجة السلبية هي الخطأ في مواصفة العلاقة. والمقصود بمواصفة العلاقة هو طبيعة المتغير المستقل المستخدم في تفسير التغير في العوائد السوقية للأسهم، حيث جاءت العديد من الدراسات التي

حاولت تفسير ضعف العلاقة من خلال دراسة طبيعة المتغيرات المستخدمة في اختبار علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم.

وجاءت دراسة Kothari (1992) -والتي طبقت على السوق الأمريكي- لتثبت أنه وبالاعتماد على أن الأسعار تسبق الأرباح في عكسها للمعلومات، فإن معامل استجابة الأرباح والقوة التفسيرية للنموذج الذي يستخدم متغير "مستوى الأرباح" سيكون أعلى مما هو في حالة استخدام متغير "التغير في الأرباح" عند اختبار علاقتها مع العوائد السوقية للأسهم.

وتبعتها دراسة Ohlson and Shroff (1992) لتدعم هذه النتيجة بأن لمتغير مستوى الأرباح قدرة تفسيرية أكبر من التغير في الأرباح عند اختبار علاقتها مع العوائد السوقية للأسهم، فقط في حالة أن كل من الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم غير متوقعة أو لا يمكن التنبؤ بها.

كما توصلت دراسة Ohlson (1995) النظرية إلى أن المتغير الأساسي لتفسير العوائد السوقية للأسهم هو مستوى حصة السهم من الأرباح مقسوماً على السعر السوقي للسهم في بداية نافذة القياس. وذلك بافتراض أن الأرباح تسلك سلوكاً عشوائياً وأن الأرباح الحالية تكفي لتحديد أسعار الأسهم.

وفي محاولة لاختبار هذه النتيجة على البيئة الأردنية جاءت دراسة الدبعي وأبو نصار (١٩٩٩) لتقدم اختباراً عملياً لمساهمة Ohlson (1995) النظرية على السوق الأردنية، فحاول الباحثان دراسة ضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، من خلال تغيير مواصفة العلاقة (طبيعة المتغير المستقل المستخدم في تفسير التغير في العوائد السوقية للأسهم). حيث طبقت الدراسة على السوق الأردنية، وأكدوا ما جاء في دراسة Easton and Harris, (1991) –التي تم تطبيقها على السوق الأمريكية-، ودراسة Al-Debie and Walker, (1999) –التي تم تطبيقها على السوق البريطانية-، من أن المتغير الأساس لتفسير التغير في الأسعار السوقية للأسهم هو مستوى الأرباح المحاسبية مقسوماً على سعر السهم في بداية نافذة القياس، بدلاً من التغير في مستوى حصة السهم من الأرباح. كذلك توصلت

الدراسة إلى أن إدخال كلا المتغيرين في نموذج علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم يؤدي إلى انخفاض خطأ قياس الأرباح غير المتوقعة.

ثم جاءت دراسة الدبعي وأبو نصار (٢٠٠٠) التي توصلت إلى أنه يمكن استخدام مقلوب نسبة السعر إلى الربح (نسبة الربح إلى السعر) في تحسين قوة علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم. حيث تم اختبار البيئة الأردنية وباستخدام نماذج انحدار بسيطة ومتعددة المتغيرات، وكانت العوائد السوقية للأسهم هي المتغير التابع، وقد تم استخدام متغير "مستوى الأرباح" ومتغير "التغير في الأرباح" (مقسومة على سعر السهم في بداية فترة الدراسة) كمتغيرات مستقلة، وقد تم توزيع الشركات على عدة مجموعات تم تصنيفها بالاعتماد على نسبة الربح إلى السعر، وقد تم تنفيذ النماذج للشركات التي تنتمي إلى كل مجموعة من مجموعات نسب الربح إلى السعر. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن نسبة الربح إلى السعر تعكس طبيعة عناصر الأرباح المحاسبية من حيث كونها عابرة أو دائمة، وأن الشركات التي تنتمي إلى المجموعات المتوسطة تكون أرباحها أكثر ديمومة. وقد خرجت الدراسة إلى أن علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم أقوى بالنسبة للشركات التي تنتمي إلى المجموعات المتوسطة. وتكمن أهمية هذه النتيجة في القدرة على معرفة درجة التحسن في قوة علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم إذا ما كانت الشركة تتصف أرباحها بالديمومة (بالمقارنة بالشركات الأخرى).

وعليه أثبتت الدراسات أن متغير "مستوى الربح" هو المتغير الأفضل لاختبار علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم. ومن ثم اتجه الباحثون إلى تفسير استمرار الضعف في القوة التفسيرية للأرباح في علاقتها مع العوائد السوقية للأسهم، ليتوصلوا بعد ذلك إلى أن هذا الضعف عائد إلى الصيغة المقيدة لنموذج علاقة الأرباح بالعوائد السوقية للأسهم، حيث أن السماح لمعاملات نموذج الدراسة بالتغير عبر الزمن بالاعتماد على نموذج يستخدم متغير "مستوى الأرباح" من شأنه أن يزيد من قوة العلاقة (Strong and Walker, 1993).

ويظهر في دراسة الدبعي (٢٠٠٢) التي طبقت على السوق الأردنية، والتي سمحت لمعاملات نموذج علاقة الأرباح بالعوائد السوقية للأسهم بالتذبذب والتغير عبر الزمن وما بين الشركات، أثر هذا التغير على قوة هذه العلاقة، وقد اعتمد الباحث على عدة نماذج اختلفت في

استخدام أسلوب المتغير المصطنع (Dummy Variable) للمعامل الثابت أو معامل الميل أو كليهما، حيث وجد أن هناك تذبذباً كبيراً في معاملات النماذج عبر الزمن وما بين الشركات وأن هذا التذبذب من شأنه أن يؤثر سلباً على قوة علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم.

ومن المحاولات المستمرة لتفسير ضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم تأتي دراسات اختبرت أثر توسيع نافذة القياس على هذه العلاقة، حيث اختبرت دراسة Kothari and Sloan (1992) أثر إدخال عوائد فترات مالية سابقة على معامل استجابة الأرباح المقدر لنموذج علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، حيث كان المتغير المستقل في دراستهما مستوى حصة السهم من الأرباح مقسوماً على سعر إغلاق السهم في بداية نافذة قياس العوائد السوقية للأسهم، وكان المتغير التابع، العوائد السوقية للأسهم، مقاساً خلال نوافذ امتد طولها من ثلاثة أشهر إلى أربعة سنوات. وأظهرت نتائج الدراسة أن متوسط معامل استجابة الأرباح يزداد كلما تم إدخال عوائد فترات مالية سابقة، أي أن عوائد الفترات المالية السابقة لها أهمية تشابه أهمية عوائد الفترة المالية الحالية من ناحية حساسيتها للأرباح المحاسبية السنوية. إضافة إلى أن العوائد السوقية للأسهم تعكس معلومات لها علاقة بقيمة الشركة بسرعة أكبر من نظام المعلومات المحاسبية.

وأما إضافة Easton et al. (1992) -التي طبقت على السوق الأمريكية- فكانت بدراسة علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم لفترات زمنية طويلة امتدت من ثلاث إلى عشر سنوات، إذ تم تجميع الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم لكل فترة، وتم استخدام الأرباح المحاسبية بدلاً من الأرباح غير المتوقعة والعوائد السوقية للأسهم بدلاً من العوائد غير العادية (Abnormal Return). وخلصت الدراسة إلى تحسن في علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم حيث ازدادت القوة التفسيرية للنموذج لتصل إلى ٦٣%، أي أن الأرباح تفسر ما نسبته ٦٣% من التغيرات في العوائد السوقية للأسهم. وقد حاول الخلايلة (١٩٩٩) تطبيق منهجية (Easton et al., (1992 على السوق الأردنية، ولكنه خرج بنتائج معاكسة إذ كانت أعلى قوة تفسيرية للنماذج المنفذة ٧,٤%. وقد عزا الباحث هذه النتائج إلى وجود أحداث مشوشة في السنوات الأخيرة لهذه الفترة، ومن أهم هذه الأحداث

انخفاض سعر الدينار الأردني في أواخر سنة ١٩٨٩، والذي يعتقد الباحث أن له أثراً على قوة العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم.

إلا أن دراسة عبدالقادر وآخرون (2008) على السوق الأردنية والتي أيضاً اختبرت أثر طول نافذة قياس علاقة كل من الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم على كل من القوة التفسيرية لنموذج تلك العلاقة ومعامل استجابة الأرباح، لنوافذ قياس متعددة، توصلت إلى أن توسيع نافذة القياس يحسن من القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية فيما يتعلق بالتذبذبات في الأسعار السوقية للأسهم.

واختبرت دراسة الدبعي وأبو نصار (٢٠٠١) ما إذا كانت أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة الشركة وذلك في السوق الأردنية. وأظهرت نتائج الدراسة أن أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات لمدة تمتد إلى ثلاث سنوات سابقة، كذلك أشارت النتائج إلى أن إدخال عوائد فترات مالية سابقة عند قياس علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم يحسن من قوة تلك العلاقة، وبالتالي خلصت الدراسة إلى أن علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم غير متزامنة، وأن عوائد الفترات المالية السابقة هي بأهمية عوائد الفترة المالية الحالية.

ثانياً: الدراسات التي تناولت اختبار علاقة الأرباح المحاسبية ومتغيرات مالية أخرى (غير ربحية) بالعوائد السوقية للأسهم.

ومن المنهجيات الأخرى التي استخدمها الباحثون في تفسير ضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، محاولة اختبار وجود عوامل أخرى إلى جانب الأرباح المحاسبية تؤثر في العوائد السوقية للأسهم.

قارنت دراسة Lipe (1986) بين ستة أجزاء من مكونات الربح مع رقم الدخل، واختبار قوة كل منها في تفسير العوائد السوقية للأسهم، وكانت المكونات التي اختبرت هي: (مجمل الربح، المصاريف الإدارية والعمومية، مصاريف الاهتلاك، مصاريف الفائدة، مصاريف ضريبة الدخل، مصاريف أخرى). وطبقت هذه الدراسة على السوق الأمريكية.

وخلص البحث إلى أن عناصر مجمل الربح لها قدرة تفسيرية أكبر من صافي الربح في تفسيرها للعوائد السوقية للأسهم.

أما دراسة (1990) Ou –والتي طبقت على السوق الأمريكية- فقد حاولت اختبار المضمون المعلوماتي الإضافي الذي تقدمه الأرقام غير الربحية إضافة لرقم الدخل، بالاعتماد على ما تقدمه هذه الأرقام من معلومات تفيد في التنبؤ بقيمة الشركة المستقبلية. وقد خلصت الباحثة إلى أن الأرقام غير الربحية لها مضمون معلوماتي إضافي فيما يتعلق بسلوك الأرباح المحاسبية في الفترة المالية اللاحقة، وهذا من شأنه أن يؤثر على قرارات المستثمرين المتعلقة بالاحتفاظ أو الشراء أو البيع للأسهم.

أما دراسة (1995) Shroff التي طبقت على السوق الأمريكية، فقد حاول الباحث من خلالها اختبار أهم العوامل المحددة لعلاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم بالاعتماد على أن العوامل المحددة لأسعار الأسهم ليست فقط الأرباح المحاسبية وإنما هناك معلومات أخرى تتعلق بأداء الشركة المستقبلي الذي يمكن الاستدلال عليها من خلال نسبة السعر إلى الربح ومعدل العائد على حقوق الملكية، حيث أن قيمة نسبة السعر إلى الربح العالية من شأنها أن قد تدل على أن هناك نمو مستقبلي في الأرباح، وأن استجابة سعر السهم للأرباح المحاسبية عالية، وهذا بدوره يؤثر على العوائد السوقية للأسهم.

وانطلاقاً من المبدأ نفسه وكدعم لهذه النتيجة تأتي دراسة (1997) .Chai et al، والتي حاولت المقارنة بين أثر رقم الدخل المتراكم (Aggregate Earnings) ومكونات رقم الدخل (التدفقات النقدية التشغيلية، والمستحقات المتداولة، والمستحقات غير المتداولة) Disaggregate Earnings (Cash flow from operations, current accruals and non-current accruals) على العوائد السوقية للأسهم. وطبقت هذه الدراسة على السوق الأسترالية، وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن تجزئة الأرباح إلى مكوناتها (Disaggregate Earnings) لديها قدرة تفسيرية أكبر في تفسير عوائد الأسهم السوقية، وذلك لأن لديها مضموناً معلوماتياً أكبر عن أداء الشركة خلال فترة زمنية معينة.

وباختبار هذه النتيجة على البيئة الأردنية تأتي دراسة أبو نصار والدبعي (٢٠٠٢)، التي حاولت المقارنة بين المضمون المعلوماتي لرقم الدخل مع المضمون المعلوماتي لعناصر

قائمة الدخل الرئيسة، وقد تم تعريف العناصر الرئيسة لقائمة الدخل بأنها تشمل المبيعات، وتكلفة المبيعات، والمصاريف الإدارية والبيعية، ومصاريف الفائدة، وضريبة الدخل. وقد خلصت الدراسة إلى أنه لا يوجد مضمون معلوماتي إضافي لتلك العناصر، وعلى العكس وجد أن لرقم الدخل مضموناً معلوماتياً إضافياً على المضمون المعلوماتي لتلك العناصر.

كما تناولت دراسات أخرى متغيرات مالية (غير ربحية) أخرى ومن أشهرها التدفقات النقدية التشغيلية، حيث تتفق النتائج التي أظهرتها معظم الدراسات التي اختبرت هذا المتغير على أن هنالك مضموناً معلوماتياً إضافياً للأرباح علاوة على المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية التشغيلية. لكن الأدلة حول المضمون المعلوماتي الإضافي للتدفقات النقدية التشغيلية علاوة على الأرباح المحاسبية متعارضة وغير نهائية. فبعض الباحثين توصلوا إلى أنه ليس هناك مضموناً معلوماتياً إضافياً للتدفقات النقدية التشغيلية، وبعضهم وجد أن للتدفقات النقدية التشغيلية مضموناً معلوماتياً إضافياً علاوة على الأرباح.

فقد حاولت دراسة Dechow (1994) اختبار علاقة كل من الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية مع العوائد السوقية للأسهم، وقد خلصت الدراسة إلى أن الأرباح المحاسبية لديها قدرة تفسيرية أكبر من التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية للأسهم. وقدمت الدراسة تفسيراً لذلك باهتمام المستثمرين برقم الدخل أكثر من التدفقات النقدية، حيث أن رقم التدفقات النقدية يعتبر كمؤشر بدائي لتقييم أداء الشركة، بينما يعتبر رقم الدخل مقياساً أفضل لأداء الشركة خلال فترة زمنية معينة.

وهذا يتوافق مع نتائج دراسة Haw et al. (2001) والتي أجريت على أسواق الصين المالية، حيث وجدت الدراسة أن للأرباح مضموناً معلوماتياً نسبياً أعلى من المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية التشغيلية، كما تبين أن للأرباح ديمومة وقدرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية أعلى من تلك للتدفقات النقدية التشغيلية.

بينما سعى أبو حسان (2001) إلى التعرف على المضمون المعلوماتي لكل من الربح ومكوناته المتمثلة بالتدفقات النقدية التشغيلية وتسويات الاستحقاق، واختبار أثر عملية تقسيم الربح إلى مكوناته على المضمون المعلوماتي لكل من الربح والتدفقات النقدية التشغيلية. وقد طبقت هذه الدراسة على البيئة الأردنية. وتوصل إلى أن التدفق النقدي التشغيلي لا يوفر معلومات لتفسير أسعار الأسهم أكثر مما يوفره رقم الدخل المحاسبي، بل أن الربح المحاسبي

يوفر معلومات أكثر لتفسير أسعار الأسهم من بيانات التدفق النقدي التشغيلي، وأن بيانات التدفق النقدي التشغيلي لا توفر معلومات إضافية لتفسير أسعار الأسهم أكثر مما توفره عملية تقسيم الربح إلى مكوناته، وأنه لا يوجد فرق جوهري بين المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق من حيث تفسيرها لسعر السهم.

وهذا ما توصلت إليه دراسة حمدان وآخرون (2008)، فقد اختبرت علاقة الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية للأسهم، والتي طبقت على البيئة الأردنية. وتوصلت الدراسة إلى أن الأرباح المحاسبية تلعب دوراً مهماً في سوق رأس المال، أما التدفقات النقدية التشغيلية فدورها ضعيف. ويرجع السبب في ذلك إلى تأثر التدفقات النقدية التشغيلية بمشكلة المقابلة والتوقيت، مما يجعلها مقياساً ضعيفاً لأداء الشركة. كما أن القوة التفسيرية لعلاقة التدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية للأسهم تزداد مقارنة مع القوة التفسيرية لعلاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم كلما طالت نافذة القياس، لما لإطالة النافذة من تأثير على الحد من مشكلة المقابلة والتوقيت. بينما وجد Habib (2008) في دراسة له أجراها في نيوزلندا أن للتدفقات النقدية التشغيلية مضمون معلوماتي إضافي علاوة على تلك للأرباح المحاسبية، وأن للأرباح قوة تفسيرية أعلى من التدفقات النقدية التشغيلية عند دراسة كل من المتغيرين على حدة.

ثالثاً: الدراسات التي اختبرت علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية بالأسهم

إن من الأسباب المتحملة ضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم هو وجود خسائر محاسبية، الأمر الذي دفع الباحثون إلى اختبار أثر الخسائر على قوة هذه العلاقة[13].

لقد توصلت دراسة Hayn (1995) في دراستها التي أجرتها على البيئة الأمريكية إلى أن المضمون المعلوماتي للخسائر المحاسبية أقل منه للأرباح المحاسبية -إن وجد-، ويعود تفسير ذلك إلى أن حاملي الأسهم لا يعتقدون باستمرار الخسائر، وإنما ستعكس في الفترات اللاحقة بأرباح (Earnings Reversal)، فقد وجدت الباحثة أنه كلما طالت فترة نافذة القياس تزداد القوة التفسيرية للنموذج، ويعود السبب في ذلك إلى أن رقم الدخل المتراكم عبر السنوات (Aggregate Earnings) يكون موجباً وهذا -كما ذكرنا قبل قليل- لانعكاس

[13] (Garcia- Ayuso and Rueda, 1999)

الخسائر في الفترات اللاحقة بأرباح (Earnings Reversal) . والجدير بالذكر أنه حتى في حال تكرار الخسائر لم يكن للخسائر مضموناً معلوماتياً، وتفسير ذلك يتضح من خلال وجود خيار التصفية (Liquidation Option)، والذي يتوجه المستثمرون عندها إلى دراسة بيانات مالية أخرى التي من أهمها التدفقات النقدية التشغيلية والقيمة الدفترية –كما سيرد لاحقاً- والتي تمكن المستثمر من تقييم الوضع المالي للشركة. واتضح أن هناك فرق عند مقارنة علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وعلاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم لمشاهدات الربح والخسارة ذات السلوك المتطابق (أي المشاهدات التي على نفس الدرجة من التشتت). وبناءً على دراستها للخسارة توصلت إلى أنه حتى في حال تدني مستوى الأرباح يضعف المضمون المعلوماتي لتلك المشاهدات، وبالتالي يستمر في التدني إلى أن يفقد رقم الدخل أهميته الإحصائية في حالة الخسارة، ثم يعاود اكتساب مضمونه المعلوماتي عند تحقيق الأرباح.

ومن ثم أجريت دراسة Lipe et al. (1998) لمعرفة فيما إذا كان ضعف علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم يعود إلى وجود الخسائر المحاسبية أم أن تأثير الخسائر يتداخل مع عوامل أخرى. لقد تناولت الدراسة البيانات الربعية للسوق الأمريكية، وبينت نتائجها أن معامل استجابة الأرباح في حالة الخسارة أقل منه في حالة الربح. كما أنها اختبرت إن كان هناك فرق في العلاقة بين مشاهدات الربح ومشاهدات الخسارة ذات السلوك المتطابق، وبالطريقة ذاتها التي قامت بها دراسة Hayn (1995) وتوصل إلى أن معامل استجابة الأرباح في حالة رقم الدخل المتطرف (بغض النظر عن الإشارة إن كانت ربح أو خسارة) أقل منه في حالة رقم الدخل المعتدل (بغض النظر عن الإشارة إن كانت ربح أو خسارة) وهي إحدى النتائج التي توصلت لها دراسة (Hayn, 1995).

ثم قامت دراسة Chambers (1996) بالبحث في المضمون المعلوماتي للأرباح السالبة (الخسائر)، حيث طبقت الدراسة على السوق الأمريكية. وقد توصل الباحث إلى أن المضمون المعلوماتي لخسائر أول سنة لشركة ذات خسائر متكررة لعدد من السنوات ذو دلالة إحصائية أكثر من المضمون المعلوماتي لخسائر أول سنة لشركة لم تتكرر عندها الخسائر، وفسر الباحث سبب ذلك بأنه يعود إلى مدى تأثير استمرارية الخسائر على المضمون المعلوماتي لهذه المشاهدات. كما وجد أن المضمون المعلوماتي للسنوات الأولى ذو أهمية

احصائية أكثر من السنوات التي تليها للشركة الواحدة، وأن هناك فرق ذو أهمية إحصائية في المضمون المعلوماتي للخسائر بين مجموعات الشركات ذوي درجات مختلفة من استمرارية الخسائر، فكلما مالت الخسارة للاستمرار زادت القوة التفسيرية للنموذج. كما توصلت الدراسة إلى أن قدرة المعلومات المالية غير الربحية على توقع الخسارة ضعيفة. واستخلص في نهاية الدراسة أن المضمون المعلوماتي للخسائر يعتمد على قدرتها في التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية (من حيث المقدار ومدى الديمومة)، وبسبب عدم توقع ديمومة الخسائر يكون ارتباطها بالسعر السوقي للسهم أقل منه في حالة الربح.

إما دراسة Etteredge et al. (1996) فقد قامت بفحص ماذا يحصل للأرباح في السنة التي تلي تحقيق خسارة، وقد تم تطبيق الدراسة على السوق الأمركية. وتوصلت إلى أنه في السنة التالية للخسارة تحقق الشركات أرباحاً، وهذا بسبب تحسن في التدفقات النقدية التشغيلية -وليس بسبب تمهيد الدخل كمحاولة من الإدارة إلى تحسين صورة أداءها المالي-. كما تبين أن ردة فعل السوق في السنة التالية للخسارة تكون سالبة وممكن تفسير ذلك بخيبة أمل المستثمرين الذين يأملون بأرباح أعلى تغطي ما سبق من خسارة، كما يظهر ذلك فشل السوق في استيعاب رقم الخسارة في العام السابق.

وتوصلت دراسة Barber et al. (2007) إلى أن المستثمر الياباني يميل إلى بيع استثماره الرابح بمعدلات أعلى من تلك للاستثمارات الخاسرة، فهو لا يميل لأن يكون خاسراً، وبهذا تفقد الخسائر المحاسبية مضمونها المعلوماتي.

توجه بعد ذلك الباحثون إلى الفصل بين الخسائر الدائمة والخسائر المؤقتة، حيث عرفت الخسائر الدائمة بأنها الخسائر التي تكررت لعدد من السنوات بشكل متتالٍ دون أن يفصل بينها تحقيق أرباح، أما الخسائر المؤقتة فعرفت على أنها الخسائر التي تبعتها تحقيق أرباح، فعمد الباحثون إلى اختبار أثر تكرار الخسائر على مضمونها المعلوماتي، ففي دراسة Martikainen (1998) والذي قام ببحث المضمون المعلوماتي للخسائر في فترة الإعلان في فلندا مستخدماً أسلوب دراسة الحالة، قدمت هذه الدراسة تحليلاً لردة فعل الأسعار السوقية لإعلان الخسائر المحاسبية على المدى القصير، حيث اختبر الباحث ما إذا كان المضمون المعلوماتي للخسائر الدائمة مختلف عنه للخسائر المؤقتة. ووضح أن النتائج قد تختلف عن

المقالات الأخرى التي درست الموضوع ذاته لاختلاف بيئة السوق والممارسات المحاسبية عن تلك التي تطبق المعايير المحاسبية الدولية والأمريكية. وجاءت النتائج مشابهة للدراسات السابقة بما يخص الأرباح المحاسبية أن لها تأثير أكبر من الخسائر المحاسبية على السعر السوقي للسهم، كما توصلت إلى أن الخسائر المؤقتة لا تتسبب بأي تأثير ذي أهمية احصائية على سعر السهم سواء صنفت إعلانات الأرباح على أنها مفاجآت إيجابية أو سلبية، وتفسير ذلك أن المستثمرون لا يعطون أهمية للخسائر المؤقتة لعدم توقع انعكاسها في التدفقات النقدية المستقبلية. بينما وجدت أن للخسائر الدائمة تأثير ذي أهمية إحصائية على السعر السوقي للسهم، بمعنى آخر لها مضمون معلوماتي وإن كان منخفضاً بالمقارنة مع الأرباح.

كما وركزت دراسة Sin and Watts (2000) على الخسائر التي لا يتوقع تكررها لاستقرار الوضع المالي للشركة. وطبقت الدراسة على السوق الأسترالية. وقد توصل الباحثان إلى أن قوة علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم أقل منه في حالة الأرباح المحاسبية، مما يسبب ضعف العلاقة عند دراسة كل الشركات لكل السنوات معاً. أما بالنسبة لعلاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم للشركات المستمرة تكون العلاقة ضعيفة لتوقع المستثمرين بتحقيق أرباح في الفترات اللاحقة. وتم تعريف الشركات المستمرة Healthy Firms هي تلك الشركات التي حققت أرباح لمدة ثلاثة أعوام سبقت تحقيق الخسائر، إلا أنه وجد أنه قد تكون الإدارة قامت بتمهيد الأرباح Income Smoothing مما أدى إلى أن وجود أرباح ناتجة عن تلاعب الإدارة برقم الدخل. وللتأكد من أن الأرباح تمثل الأداء المالي للشركة، فقد تم دراسة نسبة السعر إلى الربح P/E Ratio، فالشركات ذات النسبة التي تقل عن وسيط المشاهدات لكامل العينة تقبل على أنها شركة مستمرة. إلا أن النتائج أوضحت أن معامل استجابة الأرباح في حالة الخسارة لكل من الشركات المستمرة وغير المستمرة متشابه، مما يناقض فكرة أن الخسائر تفتقر للمضمون المعلوماتي بسبب تطرفها وإنما تفقد مضمونها المعلوماتي بسبب إشارتها السالبة.

رابعاً: الدراسات التي اختبرت علاقة الخسائر المحاسبية ومتغيرات ماليـــة (غيـــر ربحيـــة) بالعوائد السوقية للأسهم

إن الأصل في رقم الدخل أنه مؤشر عن الأداء المالي للشركة، إلا أن الممارسات المحاسبية تؤثر في رقم الدخل، مما يؤدي إلى الإخلال بدوره كمؤشر عن وضع الشركة المالي، وهذا ما توصلت إليه دراسة Martikainen et al. (1997) بأن الخسائر المحاسبية أحد أسباب ضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، وبينت الدراسة أن الطرق المختلفة لاحتساب الأرباح في فلندا أدت إلى اختلاف كبير بعدد الخسائر وما لهذا من تأثير على علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، وبالتالي فإن رقم الخسارة لا يعتبر مؤشر كافٍ عن الأداء المالي للشركة كما يفسره المستثمر لتأثير الممارسات المحاسبية المتبعة فيه، فقد تتوجه إدارة الشركة إلى استخدام طرق محاسبية معينة لأهداف تخدم مصلحتها فتظهرها بصورة جيدة.

وهذا ما دفع الباحثون إلى إدخال متغيرات مالية أخرى، فقد أشار الباحثون أن ضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم قد يعود إلى مشكلة المتغيرات المحذوفة (Omitted Variables Problem)، فتقييم الشركة لا يتم من خلال رقم الدخل وحده، وإلا فما تبرير وجود المعلومات المالية المنشورة بالقوائم المالية، خاصة وأن عملية جمع البيانات المحاسبية وتلخيصها وعرضها عملية مكلفة مادياً. لذلك لجأت الدراسات إلى إدخال متغيرات مالية أخرى –عدا رقم الدخل- على علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم في محاولة لتحسين القوة التفسيرية للنماذج التي تدرس العلاقة.

فقد قام Collins et al. (1999) باختبار دور القيمة الدفترية في دراسة علاقة الأرباح المحاسبية بالأسعار السوقية لأسهم الشركات الخاسرة في السوق الأمريكية. وبينت نتائج هذه الدراسة أن من أسباب ضعف العلاقة يعود إلى حذف القيمة الدفترية من العلاقة المدروسة. لعل سبب تحسين القيمة الدفترية للقوة التفسيرية لعلاقة الأرباح المحاسبية بأسعار الأسهم يعود لدور القيمة الدفترية الذي تلعبه؛ فقد تمثل مقياساً للتنبؤ بالأرباح المستقبلية العادية، أو مقياساً لقيمة التصفية. وتبين للباحثين أن إدخال القيمة الدفترية في علاقة الأرباح المحاسبية بالأسعار للشركات الخاسرة أدت إلى جعل معامل استجابة الأرباح موجب وذو دلالة احصائية لمشاهدات الخسارة، كما أن القوة التفسيرية ارتفعت بشكل ملحوظ مما يشير إلى

وجود مضمون معلوماتي إضافي. أما بالنسبة للدورين المذكورين فذلك يعتمد على وضع الشركة الخاسرة؛ إن كانت خسائرها لسنة واحدة ومتوقع للشركة أن تستمر (surviving ones) فالقيمة الدفترية تعمل كمقياس للتنبؤ بالأرباح العادية، أما لو كانت الخسائر قد استمرت لعدد من السنوات والشركة قريبة من الإفلاس (nonsurviving ones) فالقيمة الدفترية تعمل كمقياس لقيمة التصفية.

ثم قامت دراسة Anadarjan et al. (2006) باختبار العلاقة ذاتها بين العوائد السوقية للأسهم والأرباح المحاسبية مضافاً إليها القيمة الدفترية للأسهم. وقد تم تطبيق الدراسة على السوق التركية. ووجدت أن القيمة الدفترية المعدلة بالتضخم لها مضمون معلوماتي إضافي علاوة على تلك للأرباح. وقد فسر الباحثون ذلك بأنه قد يعود إلى أسباب عدة منها أن القيمة الدفترية مؤشر أفضل لتقييم الوضع المالي للشركات التي حققت خسارة. وتوصلت هذه الدراسة إلى أن القوة التفسيرية للنموذج الذي يضم الأرباح والقيمة الدفترية قد تصل إلى ما يقارب ٧٥%.

كما بينت دراسة El-Shamy and Kayed (2005) عند اختبار علاقة الأرباح والقيمة الدفترية بسعر السهم السوقي لدولة الكويت أن العلاقة بوجود المتغيرين معاً علاقة موجبة وذات أهمية إحصائية. ووجد الباحثان أن المضمون المعلوماتي الإضافي للأرباح أعلى منها للقيمة الدفترية، إلا أنه يقل عن القيمة الدفترية في حالة تحقيق خسائر محاسبية.

وهي النتائج ذاتها التي توصل إليها الباحثان Darrough and Ye (2006)، في دراسة أجريت على السوق الأمريكية، أن كثرة الخسائر بين الشركات تؤدي إلى التركيز على القيمة الدفترية أكثر من التركيز على رقم الخسارة، فرقم الدخل لا يعكس كل الامكانات المستقبلية للشركة، فلا بد للمستثمر من أن يعتمد على بيانات مالية ليقوم بتقييم الشركة، فقوة علاقة الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية معاً بالأسعار السوقية للأسهم لم تنخفض خلال الأعوام الأربعين الماضية، وإنما انخفض تأثير الأرباح المحاسبية بينما ازداد تأثير القيمة الدفترية، وهذا يتوافق أيضاً مع نتائج دراسة (Collins et al., 1997).

ثم قامت بعض الدراسات في محاولة لدراسة التوافق (أو الاختلاف) بين إشارة كل من الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية وأثر ذلك على القوة التفسيرية لنموذج الدراسة. فقد قام Philipich et al. (1994) بدراسة المضمون المعلوماتي لكل من الأرباح والتدفقات

النقدية التشغيلية في السوق الأمريكية، حيث درسوا المضمون المعلوماتي لهذين المتغيرين عندما تكون الإشارات الصادرة عنهما موجبة معاً أو سالبة معاً. ولقد قاموا بتقدير بيانات التدفقات النقدية لأنها لم يكن حينها مطلوباً من الشركات إعداد قائمة التدفقات النقدية. وقد توصلوا إلى أن ردة فعل السوق المالية لبيانات التدفقات النقدية التشغيلية والأرباح تكون أكبر عندما تكون هذه الإشارات متماثلة سواء أكانت موجبة معاً أم سالبة معاً، كما وجدوا أن ردة فعل السوق ستكون ضعيفة للإشارات غير المتسقة (أرباح موجبة وتدفقات تشغيلية سالبة أو تدفقات تشغيلية موجبة وأرباح سالبة).

وقام Quirin et al. (1999) بإعادة إجراء الدراسة التي قام بها Philipich et al. (1994) مستخدمين بيانات أرباح وتدفقات نقدية تشغيلية فعلية في السوق الأمريكية، ولعينة أكبر من عينة الدراسة السابقة. وقد أظهرت النتائج وجود تأثير مؤيد (Corroborative Effect) للأرباح غير المتوقعة والتدفقات النقدية التشغيلية غير المتوقعة عندما تكون الإشارة الصادرة عن هذين المتغيرين سالبة فقط، أما عندما كانت الإشارة الصادرة عنهما موجبة فلم يكن هناك وجود لهذا التأثير المؤيد، كما أن الإشارات المختلطة لم تكن متماثلة في محتواها المعلوماتي، حيث أن معاملات الاستجابة للأرباح غير المتوقعة السالبة والتدفقات النقدية التشغيلية غير المتوقعة الموجبة كانت سالبة وأكبر من معاملات الاستجابة للأرباح غير المتوقعة الموجبة والتدفقات النقدية التشغيلية غير المتوقعة السالبة.

كما قام الباحثان Davis-Friday and Gordon (2005) بدراسة ما إذا كانت العلاقة بين التدفقات النقدية التشغيلية والأسعار السوقية للأسهم قد تغيرت أثناء أزمة انهيار العملة المكسيكية. وقد افترضا أن معاملات استجابة الأرباح والتدفقات النقدية التشغيلية ستنخفض أثناء الأزمة، وأن هذا الانخفاض سيكون ناتجاً عن الازدياد في الشركات التي تعلن عن تحقيق خسائر أو تدفقات نقدية تشغيلية سالبة، وقد أظهرت نتائج الدراسة أن المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية التشغيلية لم يكن ذا دلالة إحصائية أثناء الأزمة. وعند فصل التدفقات النقدية التشغيلية السالبة عن الموجبة ازداد المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية الموجبة أثناء الأزمة عن المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية الموجبة بعد الأزمة.

وجاءت دراسة جبر والدبعي (2007) مؤيدة للدراسات السابقة حيث درسا تأثير إشارة كل من الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية في المضمون المعلوماتي لهما. وطبقت الدراسة على السوق الأردنية، حيث أظهرت النتائج وجود محتوى معلوماتي للأرباح المحاسبية أو التدفقات النقدية التشغيلية عندما يكونان موجبين، وعدم وجود محتوى معلوماتي

لهما عندما يكونان سالبين، كذلك فقد أشارت النتائج إلى وجود محتوى معلوماتي إضافي للأرباح المحاسبية (أو التدفقات النقدية التشغيلية) الموجبة فقط في ظل وجود المتغير الآخر، كما ازداد المضمون المعلوماتي للمتغيرين معاً عندما كانت إشارة التغير فيهما موجبة.

خامساً: الدراسات التي تناولت اختبار رقم الدخل المحاسبي (بحالتيه الأرباح والخسائر) بالعوائد السوقية للأسهم باستخدام أسلوب التحليل القريني

درس الباحثون علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم باستخدام أسلوب التحليل القريني (Contextual Analysis)، أي إدخال عامل قريني وتقسيم مشاهدات الدراسة بناءً عليه في محاولة لتحسين القوة التفسيرية للعلاقة.

فقد توجهت دراسة Anderson (1992) للبحث في أثر إدخال أحد خصائص الشركة وهو المدة التي مضت على إدراج الشركة في السوق المالي على علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم. وقد طبقت الدراسة على السوق الأمريكية. وتبين من نتائج الدراسة أن رقم الدخل بالنسبة للشركات التي تم إدراجها منذ فترة زمنية طويلة يكون له مضمون معلوماتي أقل منه بالنسبة للشركات التي إدراجها حديثاً. ويعود ذلك أن المستثمرين يكون لديهم معلومات مسبقة عن أداء الشركات التي مضى على إدراجها مدة زمنية، ويكون وقت حصولهم على هذه المعلومات سابق لفترة الإعلان عن الأرباح السنوية، مما يفقد رقم الدخل جزء من أهميته. أما بالنسبة للشركات التي أدرجت حديثاً فإن الأرباح السنوية يعتبر مصدر المستثمرين الوحيد للمعلومات التي تتعلق بأداء الشركة، وبالتالي فإن المضمون المعلوماتي لرقم الدخل لهذه الشركات يكون أعلى. إن الإعلان عن الأرباح السنوية لشركة مدرجة حديثاً يحمل معلومات جديدة أكثر من الشركة التي مضى على إدراجها زمن، حيث أن الشركات التي أدرجت منذ زمن تصدر عنها معلومات قبل موعد إعلان الأرباح مما يفقد رقم الدخل جزء من أهميته، وبالتالي يؤثر على مضمونه المعلوماتي، بعكس الشركات حديثة الإدراج التي لا يسبق إعلان الأرباح معلومات تصل إلى السوق، مما يعني أن الإعلان عن الأرباح هو مصدر المعلومات الأهم للمستثمر في هذه الشركات.

كما ودرس Martikainen (1997) تأثير الخسائر المحاسبية على معامل استجابة الأرباح لشركات اختلفت فيها فرص النمو والرفع المالي، حيث قيست فرص النمو بنسبة السعر السوقي للسهم إلى القيمة الدفترية للسهم في بداية نافذة القياس، بينما الرفع المالي فقد تم

احتسابه بنسبة ديون طويلة الأجل إلى السعر السوقي للسهم. وطبقت الدراسة على السوق الأمريكية، حيث توصلت الدراسة إلى أن تأثير الخسائر المحاسبية على معامل استجابة الأرباح يختلف بين الشركات التي تتفاوت بفرص النمو والرفع المالي، فأن الخسائر المحاسبية لها أعلى تأثير على المحفظة التي تحتوي على شركات ذات فرصة النمو العالية والرفع المالي المتدني، بينما المحفظة التي تضم شركات ذات فرص نمو متدنية ورفع مالي عالٍ يكاد لا يكون هناك تأثير للخسائر المحاسبية على معامل استجابة الأرباح.

كما تبين أنه لا يوجد أهمية نسبية عند دراسة كلا المتغيرين معاً، ولا تأثير لحجم الشركة على العلاقة المدروسة. ويظهر أن لفرص النمو والرذفع المالي تأثير على معامل استجابة الأرباح عند دراسة الخسائر بشكل منفصل عن الأرباح وليس العينة كاملة. وفسر نتائج فرص النمو أنه إذا كانت فرص النمو عالية يتوقع المستثمر أن الأرباح اللاحقة ستكون أكبر وبالتالي لن يكون لرقم الدخل الحالي (سواء كان ربحاً أم خسارة) مضموناً معلوماتياً واضحاً. أما بالنسبة للرفع المالي فإنه كلما قل دل ذلك على أن مصادر التمويل داخلية (من خلال إصدار أسهم) وهؤلاء أكثر اهتماماً برقم الدخل من المقرضين الذين لا يتخذون قراراً بالإقراض إلا بعد وجود ضمانات تتجاوز قيمة القرض ولا يعتمدون فقط على مؤشرات الأداء المالي للشركة المقترضة. أما المساهمون فإنهم يعنون بالأداء المالي للشركة ومدى استمرارية الأرباح فيها.

ملخص الدراسات السابقة

يعرض الجدول رقم (١) تلخيصاً لأهم النتائج التي توصلت إليها بعض الدراسات السابقة، إضافة إلى المتغيرات المستخدمة في كل منها، وستكون الدراسات متسلسلة في الجدول حسب الترتيب الذي تم اتباعه في بند الدراسات السابقة.

الجدول ١. ملخص الدراسات السابقة

الباحث وسنة النشر	المتغيرات	أهم النتائج
أولاً: الدراسات التي حاولت تفسير استمرار وجود ضعف في علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، وتحديد أفضل مواصفة لنموذج هذه العلاقة		
Ball and Brown 1968	الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	وجود علاقة موجبة وذات دلالة إحصائية بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، رغم انخفاض القوة التفسيرية للنماذج التي تم اختبارها.
Beaver et al. 1980	الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	استخدام سعر السهم في التنبؤ بالأرباح من شأنه أن يعطي تنبؤات أكثر دقة من التنبؤ العشوائي (Random Walk).
Lev 1989	الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	الضعف في علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم يعود إلى عيوب في الدراسات التي اختبرت هذه العلاقة.
Easton and Harris 1991	الأرباح المحاسبية (المستوى والتغير) والعوائد السوقية للأسهم	كل من مستوى الأرباح والتغير فيها ملائمان لتفسير التغير في عوائد السوقية للأسهم، ولكن مستوى الأرباح هو المتغير التفسيري الأساس للتغير في أسعار الأسهم.
Kothari 1992	الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	معامل استجابة الأرباح والقوة التفسيرية للنموذج الذي يستخدم متغير "مستوى الأرباح" سيكون أعلى مما هو في حالة استخدام متغير "التغير في الأرباح" عند اختبار علاقتها مع العوائد السوقية للأسهم.
Ohlson and Shroff 1992	الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	لمتغير مستوى الأرباح قدرة تفسيرية أكبر من التغير في الأرباح عند اختبار علاقتها مع العوائد السوقية للأسهم، فقط في حالة أن كل من الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم غير المتوقعة أو لا يمكن التنبؤ بها.

الباحث وسنة النشر	المتغيرات	أهم النتائج
Ohlson 1995	الأربـــــاح المحاســــبية والعوائد السوقية للأسهم	المتغير الأساسي لتفسير العوائد السوقية للأســـهم هـــو مستوى حصة السهم من الأرباح مقسوماً علـــى الـــسعر السوقي للسهم في بداية نافذة القياس. أن الأرباح تسلك سلوكاً عشوائياً وأن الأربـــاح الحاليـــة تكفي لتحديد أسعار الأسهم.
الدبعي وأبو نصار ١٩٩٩	الأربـــــاح المحاســــبية والعوائد السوقية للأسهم	المتغير الأساسي لتفسير التغير فـــي العوائـــد الـــسوقية للأسهم هو مستوى الأرباح المحاسبية مقسوماً على سعر السهم في بداية نافذة القياس، بدلاً من التغير في مستوى حصة السهم من الأرباح. كما أن إدخال كلا المتغيـــرين في نموذج علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائـــد الـــسوقية للأسهم يؤدي إلى انخفاض خطأ قيـــاس الأربـــاح غيـــر المتوقعة.
الدبعي وأبو نصار 2000	الأربـــــاح المحاســــبية والعوائد السوقية للأسهم	يمكن استخدام مقلوب نسبة السعر إلى الربح (نسبة الربح إلى السعر) في تحسين قوة علاقة الأربـــاح المحاســـبية بالعوائد السوقية للأسهم، حيث أن نسبة الربح إلى السعر تعكس طبيعة عناصر الأرباح المحاسبية من حيث كونها عابرة أو دائمة.
Strong and Walker 1993	الأربـــــاح المحاســــبية والعوائد السوقية للأسهم	إن السماح لمعاملات نموذج الدراسة بالتغير عبر الزمن بالاعتماد على نموذج يستخدم متغير "مستوى الأربـــاح" من شأنه أن يزيد من قوة العلاقة.
الدبعي ٢٠٠٢	الأربـــــاح المحاســــبية والعوائد السوقية للأسهم	هناك تذبذباً كبيراً في معاملات النماذج عبر الزمن وما بين الشركات وأن هذا التذبذب من شأنه أن يؤثر سلباً على قوة علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم.
Kothari and Sloan ١٩٩٢	الأربـــــاح المحاســــبية والعوائد السوقية للأسهم	متوسط معامل استجابة الأرباح يزداد كلما تم إدخال عوائد فترات مالية سابقة، كما تبين أن العوائد السوقية تعكس معلومات لها علاقة بقيمة الشركة بسرعة أكبر من نظام المعلومات المحاسبية.
Easton et al. ١٩٩٢	الأربـــــاح المحاســــبية والعوائد السوقية للأسهم	تحسن في علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم كلما طالت فترة قياس النافذة.

الباحث وسنة النشر	المتغيرات	أهم النتائج
الخلايلة ١٩٩٩	الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	عدم تحسن في علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم كلما طالت فترة قياس النافذة
عبدالقادر وآخرون ٢٠٠٨	الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	إن توسيع نافذة القياس يحسن من القوة التفسيرية للأرباح المحاسبية فيما يتعلق بالتذبذبات في الأسعار السوقية للسهم
الدبعي وأبو نصار ٢٠٠١	الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات لمدة تمتد إلى ثلاث سنوات سابقة، كما أن إدخال عوائد فترات مالية سابقة عند قياس علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم يحسن من قوة تلك العلاقة
ثانياً:الدراسات التي تناولت اختبار علاقة الأرباح المحاسبية ومتغيرات مالية أخرى (غير ربحية) بالعوائد السوقية للأسهم		
Lipe ١٩٨٦	عناصر رقم الدخل، والأرباح المحاسبية، والعوائد السوقية للأسهم	عناصر مجمل الربح لها قدرة تفسيرية أكبر من صافي الربح في تفسيرها للعوائد السوقية للأسهم.
Ou ١٩٩٠	الأرقام غير الربحية، و الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	الأرقام غير الربحية لها مضمون معلوماتي إضافي فيما يتعلق بسلوك الأرباح المحاسبية في الفترة المالية اللاحقة
Shroff 1995	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	ضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية بسبب وجود مصادر أخرى للمعلومات عن الأرباح المستقبلية، فإذا كانت الأرباح المحاسبية الحالية قادرة على التنبؤ بالأرباح المحاسبية المستقبلية، فإن علاقة الأرباح المحاسبية الحالية بالعوائد السوقية للأسهم تكون أقوى.
Chai et al. ١٩٩٧	رقم الدخل التلخيصي، ومكونات رقم الدخل، وأسعار الأسهم	تجزئة الأرباح إلى مكوناتها لديها قدرة تفسيرية أكبر في تفسير عوائد الأسهم السوقية.

الباحث وسنة النشر	المتغيرات	أهم النتائج
أبو نصار والدبعي ٢٠٠٢	عناصر رقم الدخل، والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	لا يوجد مضمون معلوماتي إضافي لعناصر رقم الدخل عن ذلك لرقم الدخل، بينما يوجد مضمون معلوماتي إضافي لرقم الدخل عن ذلك لعناصر رقم الدخل
Dechow ١٩٩٤	التدفقات النقدية، و الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	الأرباح المحاسبية لديها قدرة تفسيرية أكبر من التدفقات النقدية في تفسير العوائد السوقية للأسهم
Haw et al. ٢٠٠١	التدفقات النقدية التشغيلية، والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	للأرباح مضمون معلوماتي نسبي أعلى من المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية التشغيلية، كما تبين أن للأرباح ديمومة وقدرة على التنبؤ بالأرباح المستقبلية أعلى من تلك للتدفقات النقدية التشغيلية.
أبو حسان 2001	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية والعوائد السوقية للأسهم	التدفق النقدي التشغيلي لا يوفر معلومات لتفسير أسعار الأسهم أكثر مما يوفره رقم الدخل، بل أن الربح المحاسبي يوفر معلومات أكثر لتفسير أسعار الأسهم من بيانات التدفق النقدي، وأن بيانات التدفق النقدي التشغيلي لا توفر معلومات إضافية لتفسير أسعار الأسهم أكثر مما توفره عملية تقسيم الربح إلى مكوناته.
حمدان وآخرون ٢٠٠٨	الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية والعوائد السوقية للأسهم.	الأرباح المحاسبية تلعب دوراً مهماً في سوق رأس المال، أما التدفقات النقدية التشغيلية فدورها ضعيف، كما تتحسن العلاقة أن الأرباح المحاسبية تلعب دوراً مهماً في سوق رأس المال، أما التدفقات النقدية التشغيلية فدورها ضعيف.
Habib 2008	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية والعوائد السوقية للأسهم.	للتدفقات النقدية التشغيلية مضمون معلوماتي إضافي، وأن للأرباح قوة تفسيرية أعلى من التدفقات النقدية التشغيلية عند دراسة كل من المتغيرين على حدة.

الباحث وسنة النشر	المتغيرات	أهم النتائج
ثالثاً: الدراسات التي اختبرت علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية بالأسهم		
Hayn 1995	الخسائر المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم.	المضمون المعلوماتي للخسائر المحاسبية أقل منه للأرباح المحاسبية حتى في حال تكرار الخسائر، كما أن هناك فرق عند مقارنة علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وعلاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم لمشاهدات الربح والخسارة ذات السلوك المتطابق، وكلما طالت فترة النافذة تزداد القوة التفسيرية للنموذج.
Lipe et al. 1998	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	معامل استجابة الأرباح في حالة الخسارة أقل منه في حالة الربح، وأن معامل استجابة الأرباح في حالة رقم الدخل المتطرف أقل منه في حالة الرقم الدخل المعتدل.
Chambers 1996	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	المضمون المعلوماتي لخسائر أول سنة لشركة ذات خسائر متكررة على عدد من السنوات ذو دلالة إحصائية أكثر من المضمون المعلوماتي لخسائر أول سنة لشركة لم تتكرر عندها الخسائر، أن المضمون المعلوماتي للسنوات الأولى ذو أهمية احصائية أكثر من السنوات التي تليها للشركة الواحدة، فكلما مالت الخسارة للاستمرار زادت القوة التفسيرية للنموذج، كما أن قدرة المعلومات غير الربحية على توقع الخسارة ضعيفة.
Etteredge et al. 1996	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	ردة فعل السوق في السنة التالية للخسارة تكون سالبة، رغم تحقيق الشركات لأرباح عالية.
Barber et al. 2007	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	المستثمر لا يميل لأن يكون خاسراً ولهذا يحتفظ باستثماره الخاسر إلى أن يحقق ربحاً عندها يتخذ قراره الاستثماري، مما يؤدي إلى فقدان رقم الدخل في حالة الخسارة مضمونه المعلوماتي.

الباحث وسنة النشر	المتغيرات	أهم النتائج
Martikainen 1998	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	الأرباح لها تأثير أكبر من الخسائر على السعر السوقي للسهم، وأن الخسائر المؤقتة لا تتسبب بأي تأثير ذي أهمية احصائية على سعر السهم، بينما وجدت أن الخسائر الدائمة تأثير ذي أهمية إحصائية على السعر السوقي للسهم.
Sin and Watts 2000	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم أضعف منها بين الأرباح والعوائد السوقية للأسهم، ومعامل استجابة الأرباح في حالة الخسارة لكل من الشركات المستمرة وغير المستمرة متشابه.
رابعاً: الدراسات التي اختبرت علاقة الخسائر المحاسبية ومتغيرات مالية (غير ربحية) بالعوائد السوقية للأسهم		
Martikainen et al. 1997	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	الخسائر المحاسبية أحد الأسباب لضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، رقم الخسارة لا يعكس فقط الأداء المالي للشركة وإنما يؤثر فيه الممارسات المحاسبية المتبعة.
Collins et al. 1999	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، والقيمة الدفترية.	أسباب ضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم يعود إلى حذف القيمة الدفترية من النموذج.
Anandarjan et al. 2006	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، والقيمة الدفترية	وجدت أن القيمة الدفترية المعدلة بالتضخم لها مضمون معلوماتي إضافي علاوة على تلك للأرباح بالعوائد السوقية للأسهم.
El-Shamy and Kayed 2005	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، والقيمة الدفترية.	علاقة المتغيرين معاً مع الأسعار السوقية للأسهم علاقة موجبة وذات أهمية إحصائية. كما أن المضمون المعلوماتي الإضافي للأرباح أعلى منها للقيمة الدفترية، إلا أنه يقل عن ذلك للقيمة الدفترية في حالة تحقيق خسائر محاسبية.

الباحث وسنة النشر	المتغيرات	أهم النتائج
Darrough and Ye 2006	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، والقيمة الدفترية.	قوة علاقة الأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية معاً بالأسعار السوقية للأسهم لم تنخفض، وإنما انخفض تأثير الأرباح المحاسبية بينما ازداد تأثير القيمة الدفترية عند كثرة الخسائر.
Collins 1997	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، والقيمة الدفترية.	كثرة الخسائر بين الشركات تؤدي إلى التركيز على القيمة الدفترية أكثر من التركيز على رقم الخسارة
Philipich et al. 1994	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية والعوائد السوقية للأسهم.	ردة فعل السوق المالي لبيانات التدفقات النقدية التشغيلية والأرباح تكون أكبر عندما تكون هذه الإشارات متماثلة سواء أكانت موجبة معاً أم سالبة معاً، كما أن ردة فعل السوق ستكون ضعيفة للإشارات غير المتسقة.
Quirin et al. 1999	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية والعوائد السوقية للأسهم.	المضمون المعلوماتي للأرباح السالبة والتدفقات النقدية التشغلية الموجبة كان سالباً وأكبر من المضمون المعلوماتي للأرباح الموجبة والتدفقات النقدية التشغيلية السالبة.
Davis-Friday and Gordon 2005	الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية والعوائد السوقية للأسهم.	المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية التشغيلية لم يكن ذا دلالة إحصائية، وعند فصل التدفقات النقدية التشغيلية السالبة عن الموجبة ازداد المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية الموجبة.
جبر والدبعي ٢٠٠٨	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية والعوائد السوقية للأسهم.	وجود محتوى معلوماتي للأرباح المحاسبية أو التدفقات النقدية التشغيلية عندما يكونان موجبين، وعدم وجود محتوى معلوماتي لهما عندما يكونان سالبين،أشارت النتائج إلى وجود محتوى معلوماتي إضافي للأرباح المحاسبية (أو التدفقات النقدية التشغيلية) الموجبة فقط في ظل وجود المتغير الآخر، كما ازداد المضمون المعلوماتي للمتغيرين معاً عندما كانت إشارة التغير فيهما موجبة.

الباحث وسنة النشر	المتغيرات	أهم النتائج
خامساً: الدراسات التي تناولت اختبار رقم الدخل المحاسبي (بحالتيه الأرباح والخسائر) بالعوائد السوقية للأسهم باستخدام أسلوب التحليل القريني		
Anderson ١٩٩٢	الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم	إعلان الأرباح السنوي لشركة مدرجة حديثاً يحمل معلومات جديدة أكثر من الشركة التي مضى على إدراجها زمن.
Martikainen 1997	الخسائر المحاسبية والأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم، الرفع المالي وفرص النمو للشركة.	تأثير الخسائر على معامل استجابة الأرباح يختلف بين الشركات التي تتفاوت بفرص النمو والرفع المالي، ووجد أن الخسائر لها أعلى تأثير على المحفظة التي تحتوي على شركات ذات فرصة النمو العالية والرفع المالي المتدني، بينما المحفظة التي تضم شركات ذات فرص نمو متدنية ورفع مالي عالٍ يكاد لا يكون هناك تأثير للخسائر على معامل استجابة الأرباح، كما أنه لا يوجد أهمية نسبية عند دراسة كلا المتغيرين معاً.

ما يميز هذه الدراسة

تمتاز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة التي تناولت اختبار علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية من خلال:

١. اختبار أثر توسيع نافذة القياس، وتكرر الخسائر المحاسبية على علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم.

٢. المقارنة بين مشاهدات الربح ومشاهدات الخسائر ذات السلوك المتطابق وعلى النحو الذي ورد في دراسة (Hayn,1995)

٣. فحص أثر أربعة متغيرات قرينية على علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، وهذه المتغيرات القرينية هي؛ فرص النمو للشركة، والرفع المالي للشركة، ومؤشرين للاقتصاد الكلي (التغير النسبي في مخفض الناتج المحلي الإجمالي كمقياس لمعدل التضخم، والرقم القياسي لكميات الصناعة)، والمدة التي مضت على إدراج الشركة في بورصة عمان.

٤. اختبار أثر إدخال متغيرات مالية غير ربحية على علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، وهذه المتغيرات المالية هي؛ التدفقات النقدية التشغيلية، والقيمة الدفترية.

٥. اختبرت علاقة الخسائر بالعوائد السوقية للأسهم على البيئة الأردنية ولسلسلة زمنية امتدت إلى ١٣ سنة.

الفصل الثالث

منهجية الدراسة

مجتمع الدراسة

عينة الدراسة

مصادر بيانات الدراسة

فرضيات الدراسة

متغيرات الدراسة

الأساليب الإحصائية المتبعة

نماذج الدراسة

تمهيد

يعرض هذا الفصل مجتمع الدراسة وعينتها، مع التركيز على شروط استثناء الشركات من المجتمع، ثم ينتقل لعرض مصادر جمع البيانات، ثم سرد فرضيات الدراسة وقياس متغيراتها، والأساليب الإحصائية المستخدمة لاختبار فرضياتها، ويختم الفصل بالتركيز على نماذج الدراسة مع شرح عنها.

مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة العامة الأردنية في قطاعي الصناعة والخدمات والبالغ عددها ١٤٩[١٤] شركة مدرجة في بورصة عمان خلال عام ٢٠٠٧ كما هو مبين في الجدول رقم (٢)، ولم يشمل المجتمع الشركات في قطاعي البنوك والتأمين لطبيعتها الخاصة.

الجدول ٢. عدد الشركات المدرجة في بورصة عمان لعام ٢٠٠٧ موزعة على قطاعي الصناعة والخدمات

القطاع	عدد الشركات المدرجة	النسبة من العدد الكلي
الصناعة	٩٢	%٦١,٧٤
الخدمات	٥٧	%٣٨,٢٦

عينة الدراسة

تم إدخال جميع الشركات الصناعية والخدمية المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، والتي استمر التداول بها طيلة فترة الدراسة (1995-2007) في عينة الدراسة، على أن تحقق هذه الشركات الشروط التالية:

١- أن تكون الشركة مدرجة على لوائح بورصة عمان خلال فترة الدراسة، وأن تتوفر البيانات المحاسبية وأسعار إغلاق شهرية لأسهم الشركات موضع الدراسة لنتمكن من احتساب متغيرات الدراسة.

٢- أن لا يكون قد حدث للشركة أحداث مشوشة خلال فترة الدراسة مثل الاندماج، أو توزيع الأسهم المجانية، أو تجزئة قيمة السهم، أو إيقاف السهم عن التداول، أو التصفية بشكليها الاختيارية والإجبارية.

14 النشرة السنوية لبورصة عمان لعام ٢٠٠٧.

٣- أن تنتهي السنة المالية للشركة بنهاية كانون أول طيلة فترة الدراسة.

وقد أدى تطبيق الشرط الأول إلى استبعاد (٢٣) شركة – ١٦ شركة منها خدمية، و٧ شركات صناعية- بسبب الإدراج المتأخر جداً بالنسبة لفترة الدراسة الذي يؤثر على توافر أسعار الإغلاق والبيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة، وأيضاً استبعاد (١٦) شركة – ٥ شركات منها خدمية، و١١ شركة صناعية- بسبب عدم توافر البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة، ويعرض الملحق رقم (٢) أسماء هذه الشركات بينما يوضح الجدول رقم (٣) نسبة هذه الشركات للعدد الكلي.

الجدول ٣.عدد الشركات التي تم استبعادها بسبب عدم توافر البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة

	الصناعة	الخدمات	المجموع
عدد الشركات المدرجة	٩٢	٥٧	١٤٩
عدد الشركات المستبعدة	١٨	٢١	٣٩
نسبة المستبعدة إلى المدرجة	%١٩,٥٦	%٣٦,٨٤	%٢٦,١٧

أما الشرط الثاني المتعلق بالأحداث غير العادية، فقد أدى تطبيقه إلى استبعاد (٤٩) شركة، ويبين الملحق رقم (٣) أن (١٦) شركة تم دمجها، و(١) شركة قامت بتوزيع أسهم مجانية، و(١٧) شركة جزئت أسهمها، و(١٦) شركة تم تصفيتها، ويبين الجدول رقم (٤) نسبة عدد الشركات المستبعدة بهذا الشرط نسبتها إلى العدد الكلي.

الجدول ٤. عدد الشركات التي تم استبعادها بسبب الاندماج، أوتوزيع الأسهم المجانية، أو تجزئة قيمة السهم، أو التصفية

	الصناعة	الخدمات	المجموع
عدد الشركات المدرجة	٩٢	٥٧	١٤٩
عدد الشركات المستبعدة	٢٩	٢٠	٤٩
نسبة المستبعدة إلى المدرجة	%٣١,١٥	%٣٥,٠٨	%٣٢,٨٩

أما تطبيق الشرط الثالث فلقد أدى إلى استبعاد ثلاث شركات. ويوضح الملحق رقم (٤) أسماء هذه الشركات، في حين يبين الجدول رقم (٥) نسبة عدد الشركات المستبعدة بهذا الشرط إلى العدد الكلي.

الجدول ٥. عدد الشركات التي تم استبعادها بسبب عدم انتهاء السنة المالية لها بنهاية كانون أول

	الصناعة	الخدمات	المجموع
عدد الشركات المدرجة	٩٢	٥٧	١٤٩
عدد الشركات المستبعدة	١	٣[15]	٤
نسبة المستبعدة إلى المدرجة	%٠,١١	%٥,٢٦	%٢,٦٨

وبالتالي شملت الدراسة ٥٧ شركة مساهمة عامة مدرجة في بورصة عمان، منها (٤٣) شركة مدرجة ضمن قطاع الصناعة (ما نسبته ٧٥,٥%)، و(١٤) شركة مدرجة في قطاع الخدمات (ما نسبته ٢٤,٥%). ويعرض الملحق رقم (١) شركات عينة الدراسة.

مصادر بيانات الدراسة

للحصول على البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة تمت الاستعانة بالمصادر التالية:

١. دليل الشركات المساهمة العامة الأردنية لسنوات متعددة تشمل فترة الدراسة (١٩٩٥-٢٠٠٧).
٢. التقارير المالية السنوية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة الأردنية التي شكلت عينة الدراسة.
٣. بورصة عمان للحصول على أسعار الإغلاق الشهرية الصادرة عنها لفترة الدراسة (١٩٩٥-٢٠٠٧).
٤. التقرير السنوي للبنك المركزي (العدد الخاص الصادر في تشرين الأول ٢٠٠٤، والعدد ٩ الصادر في أيلول ٢٠٠٨).

[15] إحدى هذه الشركات استثنت مسبقاً لتعرضها للاندماج.

فرضيات الدراسة

للإجابة عن أسئلة الدراسة وصولاً للنتائج، فقد تمت صـــياغة الفرضـــيات بالــصيغة العدمية وعلى الشكل التالي:

***الفرضية العدمية الأولى:** H_{01}

لا يوجد فرق بين علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وعلاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم.

***الفرضية العدمية الثانية:** H_{02}

لا تزداد القوة التفسيرية لنموذج علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم عند توســيع نافذة القياس.

***الفرضية العدمية الثالثة:** H_{03}

لا تنخفض القوة التفسيرية لنموذج علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم في حـــال تكرار الخسائر عبر الزمن.

***الفرضية العدمية الرابعة:** H_{04}

لا يوجد فرق بين علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وعلاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وذلك لمشاهدات الأرباح والخسائر ذات السلوك المتطابق.

***الفرضية العدمية الخامسة:** H_{05}

لا يوجد مضمون معلوماتي إضافي للقيمة الدفترية علاوة على تلك للخسائر المحاسبية فيما يتعلق بالعوائد السوقية للأسهم.

<u>*الفرضية العدمية السادسة</u>: H_{06}

لا يوجد مضمون معلوماتي إضافي للتدفقات النقدية التشغيلية عـــلاوة علـــى تلـــك للخـــسائر المحاسبية فيما يتعلق بالعوائد السوقية للأسهم.

<u>*الفرضية العدمية السابعة</u>: H_{07}

لا تتأثر علاقة الخسائر المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية للأسهم بدرجـــة الرفع المالي للشركة.

<u>*الفرضية العدمية الثامنة</u>: H_{08}

لا تتأثر علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم بفرص النمو للشركة.

<u>*الفرضية العدمية التاسعة</u>: H_{09}

لا تتأثر علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم بمتغيرات الاقتصاد الكلي.

<u>*الفرضية العدمية العاشرة</u>: H_{10}

لا تتأثر علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم بالمدة التي مضت على إدراج الشركة في بورصة عمان.

متغيرات الدراسة

أولاً: المتغيرات المستقلة

١) **الدخل المحاسبي المعدل للسهم**: ويحتسب بقسمة ربحية السهم للشركة i عن نافذة الدراسة t على السعر السوقي للسهم في بداية نافذة الدراسة.

٢) **القيمة الدفترية المعدلة للسهم**: ويحتسب بقسمة القيمة الدفترية لسهم الشركة i في نهاية السنة المالية المعنية على السعر السوقي للسهم في بداية نافذة الدراسة.

٣) **التدفقات النقدية التشغيلية المعدلة للسهم**: ويحتسب بقسمة حصة السهم من التدفقات النقدية التشغيلية للشركة i عن السنة المالية المعنية على السعر السوقي للسهم في بداية نافذة الدراسة.

ثانياً: المتغير التابع

العائد السوقي للسهم: وتحتسب من خلال المعادلة التالية:

$$R_{it} = \prod_{t=1}^{12} (1 + R_{it\tau}) - 1$$

حيث:

Π مضروب العوائد الشهرية والذي يستخدم للوصول إلى العائد المجمع لكل نافذة دراسة.

R_{it} العائد السوقي لسهم الشركة i عن نافذة الدراسة t.

$R_{it\tau}$ العائد السوقي الشهري لسهم الشركة i في الشهر τ.

أما العائد السوقي الشهري للسهم فيحتسب من خلال المعادلة التالية:

$$R_{itt} = \frac{P_{itt} - P_{itt-1}}{P_{itt-1}}$$

حيث؛

$P_{it\tau}$ سعر الإغلاق الشهري لسهم الشركة i في الشهر τ .

$P_{it\tau-1}$ سعر الإغلاق الشهري لسهم الشركة i في الشهر τ-1

ثالثاً: المتغيرات القرينية

١) **الرفع المالي**: ويقاس بقسمة مجموع الالتزامات على مجموع الأصول للشركة i في نهاية السنة المالية المعنية.

٢) **فرص النمو**: ويقاس بقسمة السعر السوقي لسهم الشركة i إلى القيمة الدفترية للسهم في بداية السنة المالية المعنية. حيث يمثل سعر السهم القيمة الحالية للمنافع المستقبلية، أما القيمة الدفترية فتمثل حصة السهم من حقوق الملكية، حيث تتساوى هاتين القيمتين عند إنشاء الشركة، ومع تقدم عمر الشركة تكبر الفجوة ما بين القيمة الدفترية والقيمة السوقية للشركة، ويعزى ذلك على أسباب عديدة منها؛ مبدأ المقابلة والتحفظ ومعايير الاعتراف بالأحداث والعمليات المالية، وعليه يمكن الاستدلال على فرص نمو الشركة باستخدام النسبة المذكورة أعلاه.

٣) **متغيرات الاقتصاد الكلي**[١٦]: تم اعتماد متغيرين للاقتصاد الكلي هما:

- التغير النسبي في مخفض الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر لنسبة التضخم: حيث يقيس مخفض الناتج المحلي الإجمالي المستوى العام لأسعار كافة السلع والخدمات المنتجة محلياً (بما فيها السلع الرأسمالية والوسيطة) والداخلة في الناتج المحلي الإجمالي، ولا يقتصر هذا المؤشر على سلة محددة من السلع

16 التقرير السنوي للبنك المركزي أيلول ٢٠٠٨.

والخدمات كما هو الحال في مؤشرات أخرى لمعدل التضخم. كما أن مخفض الناتج المحلي الإجمالي يعكس التغير في الأسعار وردّ فعل السوق لهذا التغير الحاصل في الأسعار، كما يعكس أساليب الاستهلاك الجديدة للمستهلكين. ويحتسب بقسمة الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية للسنة المعنية على الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة وضرب حاصل القسمة بـ ١٠٠. أما التغير النسبي في مخفض الناتج المحلي الإجمالي فهو الفرق الحاصل بين سنتين مقسوماً على سنة الأساس.

- الرقم القياسي لكميات الانتاج الصناعي: حيث يقيس التطورات الشهرية في النشاط الحقيقي (الكمي) لقطاعات الصناعة التحويلية والاستخراجية والكهرباء (نحو ٢٠% من التغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي)، وعليه فهو يعكس نمو السوق المحلي وتوسعه. ويحتسب على أساس الإنتاج الفعلي للسنة المعنية لعينة تمثل غالبية الصناعات المحلية مرجحاً بالقيمة المضافة في سنة الأساس لكل صناعة.

٤) **المدة التي مضت على إدراج الشركة في بورصة عمان:** وقيست بعدد السنوات التي مضت على الشركة i منذ تاريخ إدراجها في بورصة عمان[١٧].

الأساليب الإحصائية المتبعة

لقد تم استخدام أسلوب الانحدار الخطي البسيط والمتعدد لاختبار فرضيات الدراسة وصولاً للنتائج، وقد تم الاعتماد على معاملات نماذج الانحدار لتحديد وجود علاقة موجبة أو سالبة بين متغيرات النماذج، كما تم استخدام قيم معامل التحديد المعدل (Adjusted-R^2) لبيان القوة التفسيرية للنماذج.

[17] . تم الحصول على تواريخ الإدراج من بورصة عمان.

نماذج الدراسة

النموذج الأول

$$R_{it} = a_0 + a_1 E_{it} / P_{it-1} + e_{1it}$$

R_{it} : العائد السوقي لسهم الشركة i عن نافذة الدراسة t.

E_{it} : ربحية سهم الشركة i عن نافذة الدراسة t.

P_{it-1} : سعر سهم الشركة في نهاية نافذة الدراسة t-1.

α_0, α_1 : معاملات نموذج الانحدار.

e_{1it} : خطأ نموذج الانحدار.

سيستخدم هذا النموذج في اختبار الفرضيات الأولى والثانية والثالثة والرابعة والثامنة والتاسعة والعاشرة وعلى النحو التالي:

- الفرضية الأولى: يهدف هذا النموذج إلى اختبار فيما إذا كان هناك فرق بين علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وعلاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم. حيث تم تطبيق النموذج على مشاهدات عينة الدراسة بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة، ومن ثم تم تقسيم عينة الدراسة إلى محفظتين بناءً على إشارة رقم الدخل المحاسبي (مشاهدات الأرباح، ومشاهدات الخسائر). وتم تنفيذ النموذج لكل محفظة على حدة.
- الفرضية الثالثة: يختبر هذا النموذج أثر تكرار الخسائر عبر الزمن على علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم.

تم تطبيق هذا الاختبار بعد أن تم توزيع عينة الدراسة إلى ثلاثة محافظ تبعاً لعدد مشاهدات الخسارة للشركات خلال فترة الدراسة والممتدة من عام ١٩٩٥-٢٠٠٧، فقد ضمت المحفظة الأولى الشركات التي لم تحقق أية خسائر محاسبية خلال فترة الدراسة، أما المحفظة الثانية فقد شملت الشركات التي حققت خسارة واحدة إلى ست خسائر خلال فترة الدراسة، أي لم يتجاوز عدد الخسائر نصف فترة الدراسة، وأما المحفظة الثالثة فقد شملت الشركات التي بلغت عدد خسائرها خلال فترة الدراسة سبع

خسائر أو أكثر، أي تجاوز عدد الخسائر نصف فترة الدراسة بمعنى غلب على الشركة حالة الخسارة.

- الفرضية الرابعة: يختبر هنا النموذج علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وعلاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وذلك لمشاهدات الأرباح والخسائر ذات السلوك المتطابق. حيث تم احتساب درجة التشتت لمشاهدات عينة الدراسة بناءً على المعادلة التالية:

$$DIFF= \left| EPSi - Mean\ EPSi \right| / Std.\ EPSi$$

EPSi: ربحية سهم الشركة i في السنة المالية المعنية.

Mean EPSi: متوسط ربحية سهم الشركة i خلال فترة الدراسة.

Std. EPSi: الانحراف المعياري لربحية سهم الشركة i خلال فترة الدراسة.

DIFF: درجة التشتت.

حيث يتم اختبار مشاهدات عينة الدراسة كاملة، ثم يتم ترتيب هذه المشاهدات تصاعدياً بناءً على قيمة درجة التشتت (DIFF) المحتسبة باستخدام المعادلة السابقة، ثم قسمت العينة إلى محفظتين، حيث شملت المحفظة الأولى على أدنى ٤٠% من مشاهدات العينة لتمثل مشاهدات ذات درجة التشتت المنخفضة، أما المحفظة الثانية فقد ضمت أعلى ٤٠% من مشاهدات الدراسة لتمثل بذلك مشاهدات ذات درجة التشتت المرتفعة، أما المشاهدات المتبقية والتي شكلت ما نسبته ٢٠% من المشاهدات فقد اعتبرت الحد الفاصل بين المحفظتين السابقتين. وبعد ذلك يتم تقسيم كم من المحفظتين السابقتين (محفظة درجة التشتت المرتفعة، ودرجة التشتت المنخفضة) إلى قسمين حسب إشارة رقم الدخل المحاسبي (مشاهدات الأرباح ومشاهدات الخسائر).

- الفرضية الثانية: يهدف النموذج الأول في هذه الفرضية إلى اختبار أثر توسيع نافذة القياس على علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم.

حيث تم اختبار خمس نوافذ قياس مختلفة وهي نافذة القياس لسنة، ونافذة القياس لسنتين، ونافذة القياس لأربع سنوات، ونافذة القياس لست سنوات، ونافذة القياس لثماني سنوات. ولاغراض اختبار هذه الفرضية فقد تم تقسيم فترة الدراسة بالاعتماد على طريقة الفترات المتداخلة، بحيث يمكن للعام أن يكون ضمن أكثر من فترة لنافذة قياس معينة، فمثلاً لنافذة قياس طولها سنتين تم اختبار العلاقة اثنتين عشر فترة هي (١٩٩٥-١٩٩٦)، و(١٩٩٦-١٩٩٧) وهكذا حتى نهاية فترة الدراسة. وأما لنافذة قياس طولها أربع سنوات فقد تم

اختبار عشر فترات وهي (١٩٩٥-١٩٩٨)، و(١٩٩٦-١٩٩٩)، وهكذا حتى نهاية فترة الدراسة. أما لنافذة قياس طولها ست سنوات فقد تم احتبار العلاقة لثماني فترات هي (١٩٩٥-٢٠٠٠)، و(١٩٩٦-٢٠٠١)، وهكذا حتى نهاية فترة الدراسة. أما أخيراً بالنسبة لنافذة قياس طولها ثماني سنوات، فقد تم اختبار العلاقة لست فترات هي (١٩٩٥-٢٠٠٢)، و(١٩٩٦-٢٠٠٣)، وهكذا حتى نهاية فترة الدراسة.

- الفرضيات الثامنة والتاسعة والعاشرة: يستخدم النموذج الأول لاختبار أثر المتغيرات القرينية على علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، وهذه المتغيرات القرينية هي؛ فرص النمو للشركة، ومتغيرات الاقتصاد الكلي، والمدة التي مضت على إدراج الشركة في بورصة عمان، حيث تم استخدام الأسلوب القريني من خلال اختبار أثر المتغيرات القرينية على نموذج العلاقة. وتم اختبارها على النحو التالي:

يتم اختبار العينة كاملة أولاً، ومن ثم يتم ترتيب مشاهدات العينة تصاعدياً بناءً على المتغير القريني موضوع الفرضية، ثم توزع المشاهدات على محفظتين، المحفظة الأولى تضم أعلى ٤٠% من مشاهدات العينة، أما المحفظة الثانية تضم أدنى ٤٠% من مشاهدات العينة، لتترك ٢٠% من مشاهدات العينة لتمثل الحد الفاصل بين المحفظتين السابقتين. ثم نعاود تقسيم كل محفظة من المحفظتين السابقتين بناءً على إشارة رقم الدخل المحاسبي إلى قسمين هما (مشاهدات الأرباح ومشاهدات الخسائر).

النموذج الثاني

$$R_{it} = a_2 + a_4 E_{it} / P_{it-1} + a_5 BV_{it} / P_{it-1} + e_{2it}$$

حيث أن؛

R_{it} : العائد السوقي لسهم الشركة i عن نافذة الدراسة t.

E_{it} : ربحية سهم الشركة i عن نافذة الدراسة t.

BV_{it} : القيمة الدفترية لسهم الشركة i في نافذة الدراسة t.

P_{it-1} : سعر سهم الشركة في نهاية نافذة الدراسة t-1.

$\alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$: معاملات نموذج الانحدار.

e_{2it} : خطأ نموذج الانحدار.

يهدف هذا النموذج إلى اختبار إذا ما كان للقيمة الدفترية للسهم مضمون معلوماتي إضافي علاوة على الخسائر المحاسبية، حيث يتم اختبار العينة كاملة، ثم يتم تقسيمها إلى محفظتين حسب إشارة رقم الدخل المحاسبي (مشاهدات الأرباح ومشاهدات الخسائر). ومن ثم يتم مقارنة نتائج هذا النموذج بنتائج الفرضية الأولى لاختبار الفرضية الخامسة.

النموذج الثالث

$$R_{it} = a_6 + a_7 E_{it} / P_{it-1} + a_8 CFO_{it} / P_{it-1} + e_{3it}$$

حيث أن؛

$\mathbf{R_{it}}$ **:** العائد السوقي لسهم الشركة i عن نافذة الدراسة t.

$\mathbf{E_{it}}$: ربحية سهم الشركة i عن نافذة الدراسة t.

$\mathbf{CFO_{it}}$: التدفقات النقدية التشغيلية لسهم الشركة i عن نافذة الدراسة t.

$\mathbf{P_{it-1}}$: سعر سهم الشركة في نهاية نافذة الدراسة t-1.

$\alpha_6, \alpha_7, \alpha_8$: معاملات نموذج الانحدار.

$\mathbf{e_{3it}}$: خطأ نموذج الانحدار.

يهدف هذا النموذج إلى اختبار الفرضيتين السادسة والسابعة؛

- أما الفرضية السادسة: فيستخدم هنا النموذج لاختبار فيما إذا كان للتدفقات النقدية التشغيلية مضموناً معلوماتياً علاوة على تلك للخسائر المحاسبية، حيث يتم أولاً اختبار مشاهدات عينة الدراسة كاملة، ومن ثم تقسيم مشاهدات العينة إلى محفظتين اعتماداً على إشارة رقم الدخل المحاسبي (مشاهدات الأرباح ومشاهدات الخسائر).
- أما الفرضية السابعة: يستخدم النموذج الثاني لاختبار أثر المتغير القريني وهو الرفع المالي على علاقة الخسائر المحاسبية والتدفقات النقدية بالعوائد السوقية للأسهم، حيث يتم في البداية اختبار العينة كاملة، ثم يتم ترتيب هذه المشاهدات تصاعدياً بناء على الرفع المالي لها، لتوزع المشاهدات على النحو التالي؛ المحفظة الأولى تضم أعلى ٤٠% من مشاهدات العينة، والمحفظة الثانية تضم أدنى ٤٠% من مشاهدات العينة، وتترك ٢٠% المتبقية من المشاهدات لتمثل

الحد الفاصل بين المحفظتين السابقتين. بعد ذلك تقسم كل من المحفظتين السابقتين (الرفع المالي المرتفع، والرفع المالي المنخفض) إلى قسمين بناء على إشارة رقم الدخل المحاسبي (مشاهدات الأرباح ومشاهدات الخسائر).

الفصل الرابع

تحليل النتائج والتوصيات

التحليل الإحصائي

نتائج اختبار الفرضيات

التوصيات

المقدمة

يعرض الفصل الأخير من الدراسة التحليل الاحصائي لبيانات الدراسة، ونتائج اختبار الفرضيات العشر وملخص النتائج، وصولاً إلى توصيات الباحثة.

التحليل الإحصائي

الإحصاء الوصفي والخصائص الإحصائية للعينة

يعرض الجدول رقم (٦) المقاييس الإحصائية الوصفية لمتغيرات الدراسة (قبل وبعد استبعاد المشاهدات المتطرفة) ولقد بلغ عدد المشاهدات قبل استبعاد المشاهدات المتطرفة ٥٤٣ مشاهدة، بينما تراوح عدد المشاهدات بعد الاستبعاد ٥٠٣ مشاهدة، ولقد عرفت المشاهدات المتطرفة على أنها التي تقع خارج مدى المئينين ١-٩٩، كذلك تم استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام مقياس (Cook's Distance)، وذلك لكل متغير من متغيرات الدراسة كما ورد في دراسة (الدبعي وأبونصار، ٢٠٠٠) ودراسة (Wilson, 1997). وقد تضمنت المقاييس الإحصائية كلاً من الوسط، والوسيط، والانحراف المعياري، والالتواء، والتفرطح، وأقل قيمة، وأعلى قيمة، والمئين الأول، والمئين التاسع والتسعون.

نلاحظ أن متوسط الدخل المحاسبي المعدل للسهم قد بلغ بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة ٠,٠٢٦٥، وبلغ متوسط القيمة الدفترية المعدلة للسهم ١,٠٧٢١، وبلغ متوسط التدفقات النقدية التشغيلية المعدلة للسهم ٠,٠٩٢١، وبلغ العائد السوقي للسهم ٠,٠١٨٧. وأيضاً تجدر الإشارة إلى أن متوسطات متغيرات الدراسة تقترب من وسيطها، الأمر الذي أدى إلى تناقص قيم الالتواء(Skewness) التي تقيس الانحراف عن التماثل Symmetry، مما يشير إلى اقتراب هذه المتغيرات من التوزيع الطبيعي، وهو أمر جوهري عند تنفيذ نماذج الانحدار.

كما يتضح من الجدول رقم (٦) أن الانحراف المعياري لجميع متغيرات الدراسة قد انخفض بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة، كما انخفض المدى (الفرق بين أعلى قيمة وأدنى قيمة)، وهذا دليل على انخفاض تشتت البيانات، فقد كانت قيمة الانحراف المعياري للدخل المحاسبي المعدل للسهم قبل استبعاد المشاهدات المتطرفة ٠,٢٥٨، أما بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة فقد انخفضت إلى ٠,١١٦، وكانت قيمة الانحراف المعياري للقيمة الدفترية المعدلة للسهم قبل استبعاد المشاهدات المتطرفة ٠,٨٣١ بالمقارنة مع ٠,٦٣٧ بعد استبعاد المشاهدات

المتطرفة. أما للتدفقات النقدية التشغيلية المعدلة للسهم فقد بلغت قيمة الانحراف المعياري قبل استبعاد المشاهدات المتطرفة ٠,٧٨٨ بالمقارنة مع ٠,٢١٨ بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة. بينما بلغت قيمة الانحراف المعياري للعائد السوقي للسهم قبل استبعاد المشاهدات المتطرفة ٠,٦٨٠ بالمقارنة ٠,٣٧٧ بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة.

يمكن النظر إلى متغير الدخل المحاسبي المعدل للسهم كممثل لعائد السهم رغم عدم تضمنها لتوزيعات الأرباح المستلمة أو التغير في السعر السوقي للسهم. وعليه فإن قيم الوسيط لهذا المتغير تشير إلى أنه وبالمتوسط تحقق أسهم شركات قطاعي الصناعة والخدمات عائداً يقارب ٤,٤%. وفيما يتعلق بقيم الوسيط لمتغير القيمة الدفترية المعدلة فنلاحظ أنها قريبة من الواحد الصحيح أي تقارب ما بين ما يعرضه النظام المحاسبي وما يعكسه السوق المالي، مع الملاحظة أن ٩٩% من شركات العينة تقع تحت نسبة ٣,٠٩، بمعنى أن السعر السوقي تضاعف على الأقل ثلاث مرات بالمقارنة مع القيمة الدفترية خلال فترة الدراسة.

الجدول ٦. المقاييس الوصفية لمتغيرات الدراسة قبل وبعد استبعاد المشاهدات المتطرفة

اسم المتغير	الوسط	الوسيط	الانحراف المعياري	الالتواء	التفرطح	أقل قيمة	أعلى قيمة	المئين: الأول	المئين: التاسع والتسعون
المقاييس الوصفية لمتغيرات الدراسة قبل استبعاد المشاهدات المتطرفة									
E_{it}/P_{it-1}	٠,٠٠٣٦	٠,٠٤٠٧	٠,٢٥٧٨٢	٥,٧٢٢-	٥٣,٣٠١	٣,٠٢-	١,٢٧	١,٤٥-	٠,٤٢
BV_{it}/P_{it-1}	١,١١٧٦	٠,٩٢١٤	٠,٨٣٠٩٦	٢,٣١٥	١٠,٤٨٠	١,٨٠-	٧,٥٢	٠,٠٠٠	٤,٢٦٧
CFO_{it}/ P_{it-1}	٠,١٣٢١	٠,٠٥٨٠	٠,٧٨٨٤٥	١٣,٣٢٦	٢١٠,٠٥٠	٢,٠٧-	١٣,٧٢	٥,٦٧٦-	١,٩٤٧٩
R_{it}	٠,١١٧٤	-٠,٠١١٩	٠,٦٨٠٢٠	٤,٢٨٦	٣٥,٧٥٣	١,٠٩-	٧,٨٣	١,٠٠-	٢,٦١
المقاييس الوصفية لمتغيرات الدراسة بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة									
E_{it}/P_{it-1}	٠,٠٢٦٥	٠,٠٤٤٣	٠,١١٥٧٢	١,٩١٩-	٧,٨١٤	٠,٧٤-	٠,٤١	٠,٤٥٣٦-	٠,٢٤٦٨
BV_{it}/P_{it-1}	١,٠٧٢١	٠,٩١٠٠	٠,٦٣٧١٣	١,٣٠١	٢,١٠٦	٠,١٦	٣,٩٩	٠,٢٢٢٥	٣,٠٩٨٦
CFO_{it}/ P_{it-1}	٠,٠٩٢١	٠,٠٦٥٤	٠,٢١٨١٥	١,٧٥٦	٩,٤٢٣	٠,٥٥-	١,٧	٠,٤٣٣٢-	٠,٩٠٨٣
R_{it}	٠,٠١٨٧	٠,٠٣٠٣-	٠,٣٧٧٥٤	٠,٦٨٩	٠,٩٤٠	١,٠٠-	١,٤٩	٠,٧٥٣٢-	١,١١١٦

هذه المقاييس الوصفية لمشاهدات عينة الدراسة خلال الفترة ١٩٩٥-٢٠٠٧. ولقد تم تحديد المشاهدات المتطرفة بأنها المشاهدات التي أقل من المئين الأول والمئين التاسع والتسعون وباستخدام مقياس Cook's D.

E_{it}/P_{it-1}: الدخل المحاسبي المعدل للسهم.

BV_{it}/P_{it-1}: القيمة الدفترية المعدلة للسهم

CFO_{it}/ P_{it-1}: التدفقات النقدية التشغيلية المعدلة للسهم.

R_{it}: العائد السوقي للسهم.

تحليل نتائج الارتباط

يعرض هذا القسم مصفوفتي ارتباط بيرسون وسبيرمان لمتغيرات الدراسة الرئيسة خلال فترة الدراسة (١٩٩٥-٢٠٠٧)، ويبين الجدول رقم (٧) نتائج تحليل الارتباط بين المتغيرات المستقلة المتمثلة بالدخل المحاسبي المعدل للسهم، والتدفقات النقدية التشغيلية المعدلة للسهم، والقيمة الدفترية المعدلة للسهم. ويلاحظ من الجدول أن هناك ارتباطاً موجباً ذا دلالة احصائية عند مستوى ١% بين الدخل المحاسبي المعدل للسهم، وكل من العوائد السوقية للأسهم والتدفقات النقدية التشغيلية المعدلة للسهم والقيمة الدفترية المعدلة للسهم كما بينها اختبار بيرسون.

الجدول 7. نتائج مصفوفة ارتباط بيرسون لقياس مدى الارتباط بين متغيرات الدراسة الرئيسة

اسم المتغير	E_{it}/P_{it-1}	BV_{it}/P_{it-1}	CFO_{it}/ P_{it-1}	R_{it}
E_{it}/P_{it-1}	١	*٠,١٨٣-	*٠,١٢٢	*٠,٣٤٧
BV_{it}/P_{it-1}		١	**٠,١٧٧	*٠,٢٢٨
CFO_{it}/ P_{it-1}			١	**٠,١٤١

يعرض الجدول معاملات الارتباط بيرسون للمتغيرات المستقلة لكامل فترة الدراسة ١٩٩٥-٢٠٠٧، حيث يعرض الرقم العلوي في الخانة معامل ارتباط بيرسون، ذلك بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة. والمتغيرات المستخدمة في الدراسة هي:

E_{it}/P_{it-1}: الدخل المحاسبي المعدل للسهم.

BV_{it}/P_{it-1}: القيمة الدفترية المعدلة للسهم

CFO_{it}/ P_{it-1}: التدفقات النقدية التشغيلية معدلة للسهم.

R_{it}: العائد السوقي للسهم.

* ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١%.

** ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٥%.

ونظراً لوجود ارتباط بين متغيرات الدراسة تم إجراء اختبار لحالة الارتباط العالي (Multicollinearity) للتأكد من عدم تأثر نتائج الانحدار المتعدد بهذا الارتباط باستخدام مقياس VIF (Variance-Inflation- Factor) ومقياس CI (Condition Index).

ويبين الجدول رقم (8) نتائج اختبار الارتباط العالي سنوياً لجميع الشركات، وكذلك لجميع الشركات وجميع السنوات. ويلاحظ من الجدول رقم (8) أنه لا توجد أي قيمة تشير إلى وجود مشكلة الارتباط العالي.

الجدول ٨. ملخص نتائج اختبار الارتباط العالي Multicollinearity لمتغيرات الدراسة المستقلة

السنة	E_{it}/P_{it-1}		BV_{it}/P_{it-1}		CFO_{it}/P_{it-1}		عدد المشاهدات
	VIF*	CI**	VIF	CI	VIF	CI	
١٩٩٥	١,٠١٠	٢,٤٢٥	١,٠١٠	٥,٧٥٦	١,٠٥	٣,٢٦	٢٣
١٩٩٦	١,٠٤٥	١,٣٩١	١,٠٤٥	٥,٧٦١	١,١٧	٣,٤٦	٣٣
١٩٩٧	١,٣٠٦	١,٤٥٤	١,٣٠٦	٥,٨٦٥	١,٠٨	٣,٤٧	٣٥
١٩٩٨	١,١٧٤	١,٤٧٦	١,١٧٤	٥,٥٥٥	١,١١	٣,٤٤	٤٠
١٩٩٩	١,٣٨٢	١,٥٨٨	١,٣٨٢	٤,٧٨٠	١,١٥	٣,٥٧	٣٦
٢٠٠٠	١,٠٤٦	١,٣٧٦	١,٠٤٦	٤,٤٨٨	١,٢٣	٣,٣١	٣٦
٢٠٠١	١,٠١٣	١,٨٧٠	١,٠١٣	٤,٦٩٣	١,٠٣	٣,٠٤	٣٩
٢٠٠٢	١,٠٢٩	٢,٣٢٩	١,٠٢٩	٥,٨١٦	١,٠٨	٣,١٨	٣٦
٢٠٠٣	١,٠٠١	٢,٣٩٧	١,٠٠١	٥,٥٣٩	١,٠٤	٣,٤١	٣٨
٢٠٠٤	١,٠٨٠	٢,٤٧٢	١,٠٨٠	٥,٢٣٦	١,١٢	٣,١٩	٣٤
٢٠٠٥	١,٠٤٦	٢,١٩٤	١,٠٤٦	٣,٩٩٧	١,٠٤	٣,٣٥	٥٠
٢٠٠٦	١,٠٤٦	١,٤٢٠	١,٠٤٦	٤,١٥١	١,٠١	٣,٣٥	٤٨
٢٠٠٧	١,٠٩٣	١,٧٨٥	١,٠٩٣	٤,٧٥١	١,٠٧	٣,٤٧	٢٩
جميع السنوات	١,٠٣٥	١,٤٢٠	١,٠٣٥	٣,٨٢٣	١,٠٤	٣,٣٧	٤٨٩

يعرض الجدول نتائج اختبار الارتباط العالي بين المتغيرات المستقلة المستخدمة في الانحدار المتعدد وهي:

E_{it}/P_{it-1}: الدخل المحاسبي المعدل للسهم.

BV_{it}/P_{it-1}: القيمة الدفترية المعدلة للسهم

CFO_{it}/P_{it-1}: التدفقات النقدية التشغيلية معدلة للسهم.

*VIF (Variance-Inflation-Factor) : ويفسر نسبة التباين الفعلي إلى التباين في حالة عدم وجود ارتباط عالٍ.

** CI (Condition Index): ويقيس حساسية تقديرات الانحدار للتغيرات البسيطة على البيانات.

هذه الدراسة اعتمدت على (Myers,1990)، و(Belsley, Kuh, & Welsch, 1980)، كمعيار على وجود مشكلة الارتباط العالي، والمعيار يقترح أن VIFاكبر من ١٠ وCI أكبر من ٣٠ يدل على وجود مشكلة الارتباط العالي

نتائج اختبار الفرضيات

تم تنفيذ نماذج الدراسة لبيانات جميع سنوات الدراسة الممتدة من ١٩٩٥ وحتى ٢٠٠٧ وجميع الشركات (Pooled data)، ومن ثم أعدت جداول خاصة لنتائج اختبار كل فرضية.

الفرضية العدمية الأولى: لا يوجد فرق بين علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وعلاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم.

تم تقسيم مشاهدات عينة الدراسة إلى محفظتين اعتماداً على إشارة رقم الدخل (محفظة مشاهدات الأرباح، ومحفظة مشاهدات الخسائر). وتم تنفيذ النموذج الأول لكل محفظة ويظهر الجدول رقم (٩) قيم المعاملات لهذا النموذج، كما يبين قيم معامل التحديد المعدل.

تشير النتائج المعروضة في الجدول رقم (٩) إلى عدم وجود مضمون معلوماتي للخسائر المحاسبية فيما يتعلق بالعوائد السوقية للأسهم، بينما يوجد مضمون معلوماتي للأرباح المحاسبية. وتتفق هذه النتيجة مع الدراسات السابقة ذات العلاقة وتمثل مؤشر مبدئي على أثر الخسائر السلبي على المضمون المعلوماتي لرقم الدخل المحاسبي، حيث انخفضت قيمة R^2- المعدلة للنموذج عند تنفيذه للعينة ككل (قبل تجزئتها لمحفظتين حسب إشارة رقم الدخل) إلى ١٢,٣%، مع العلم بأنها بلغت ١٤,٦% عند تنفيذ النموذج لمحفظة مشاهدات الأرباح. وهذه النتيجة تتوافق مع الدراسات السابقة مثل (Hayn,1995)، ودراسة (Martikainen, 1997a and b)، ودراسة (Lipe et al, 1998)، ودراسة (جبر والدبعي، ٢٠٠٨).

الفرضية العدمية الثانية: لا تزداد القوة التفسيرية لنموذج علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم عند توسيع نافذة القياس.

تم تنفيذ النموذج الأول للعينة ككل ولنوافذ قياس امتدت من سنة واحدة إلى ثماني سنوات[١٨]. ويشير الجدول رقم (١٠) إلى تذبذب عدد المشاهدات المستخدمة لكل نافذة قياس، وهذا يعود إلى تناقص عدد المشاهدات عند تجميع البيانات لنوافذ قياس أطول من سنة، وهذا ينطبق أيضاً على التناقص الحاصل في مشاهدات الخسائر لكل نافذة من النوافذ بشكل عكسي (أي أنه كلما ازداد اتساع نافذة القياس قلّ عدد مشاهدات الخسارة). وكذلك يلاحظ من الجدول

---

[18] الفصل الثالث "منهجية الدراسة" لمعرفة كيفية قياس نوافذ الدراسة المختلفة.

التحسن التدريجي في القوة التفسيرية للنموذج مع اتساع نافذة القياس، حيث بلغت لنافذة طولها سنة واحدة ١٢,٣% (كما تم عرضه سابقاً في الفرضية الأولى) وبلغت ٢١,٥% لنافذة طولها ثماني سنوات. ويمكن تبرير هذه النتيجة بأمرين هما؛ الأول ويتعلق بعدم وجود علاقة متزامنة ما بين الأرباح المحاسبة والعوائد السوقية للأسهم، حيث وجدت الدراسات السابقة ومنها دراسة (الدبعي وأبو نصار، ٢٠٠١) أن أسعار الأسهم تسبق الأرباح المحاسبية بثلاث سنوات، مما يعني وجود علاقة ما بين أسعار السنة الحالية وأرباح السنوات الثلاثة السابقة وليس السنة الحالية فقط. هذا من جهة، ومن جهة أخرى أدى تجميع مشاهدات رقم الدخل المحاسبي إلى أن يكون رقم الدخل المحاسبي المتراكم عبر السنوات موجباً، وهذا يعني أن الخسائر المتحققة في سنة من السنوات غالباً ما يتبعها تحقيق أرباح (Earnings Reversal) ولا تميل الخسائر للاستمرارية كما هو الحال في الأرباح. وتتفق هذه النتائج مع دراسة (Ou et al., 1989) ودراسة (Sin and Watt, 2000) ودراسة (عبدالقادر وآخرون، ٢٠٠٨).

الجدول ٩. ملخص نتائج النموذج الأول حول علاقة الأرباح المحاسبية والخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم (الفرضية الأولى)

$$R_{it} = a_0 + a_1 E_{it} / P_{it-1} + e_{1it}$$

	عدد المشاهدات	المعامل α_0	المعامل α_1	معنوية F	Adjusted-R^2
العينة كاملة	٥٠٣	٠,٠١٣- (-٠,٨١٣)	٠,٣٥٣ (٨,٤٤٥)*	*٧١,٣١٣	٠,١٢٣
مشاهدات الأرباح	٣٨٥	٠,١١٠- (-٤,٠٨٣)*	٠,٣٨٤ (٨,١٦١)*	*٦٦,٦٠٦	٠,١٤٦
مشاهدات الخسائر	١١٦	٠,٠٧٧- (-١,٦٤٤)	٠,١٧٩ (١,٩٤٩)**	***٣,٧٩٧	٠,٠٢٤

يعرض الجدول نتائج نموذج انحدار بسيط لاختبار المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية على عينة الدراسة المكونة من ٥٧ شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (١٩٩٥-٢٠٠٧) بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام المئين ١ و٩٩ وباستخدام Cook's D؛ حيث يعرض الجدول النتائج للعينة ككل لجميع السنوات ومن ثم تقسيمها إلى مجموعتين رئيستين اعتماداً على إشارة الدخل المحاسبي. يبين العمود الأول عدد المشاهدات، أما العمود الثاني فيمثل المعامل الثابت (constant)، أما العمود الثالث فيمثل معامل الدخل المحاسبي المعدل للسهم (E/P_{t-1})، والأرقام داخل الأقواس إلى قيم معامل اختبار t لهذا المعامل، ويظهر العمود الرابع معنوية F ، والعمود الأخير فيظهر القوة التفسيرية للنموذج.

والمتغيرات المستخدمة في الدراسة هي:

E_{it}/P_{it-1}: الدخل المحاسبي المعدل للسهم.

R_{it}: العائد السوقي للسهم.

*، **، *** ذودلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١%، ٥%، ١٠% على التوالي.

الجدول ١٠. ملخص نتائج النموذج الأول حول علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم لنوافذ قياس أطول من سنة واحدة (الفرضية الثانية)

$$R_{it} = a_0 + a_1 E_{it} / P_{it-1} + e_{1it}$$

نافذة القياس	عدد المشاهدات	عدد مشاهدات الخسارة	نسبة مشاهدات الخسارة	المعامل α_0	المعامل α_1	معنوية F	Adjusted-R^2
سنة واحدة	٥٠٣	١٢٧	%٢٥	-٠,٠١٣ (-٠,٨١٣)	٠,٣٥٣ (٨,٤٤٣)*	٧١,٣١٣*	٠,١٢٣
سنتان	٤٤٨	٩٨	%٢٢	٠,٠٦٨ (٢,٣٤٠)**	٠,٣٧٦ (٨,٥٧٥)*	٧٣,٥٣٧*	٠,١٣٩
أربع سنوات	٣٣١	٦١	%١٨	٠,٢٧٥ (٤,٥٤٤)*	٠,٣٩٩ (٧,٩١٥)*	٦٢,٦٤٦*	٠,١٥٧
ست سنوات	٢٢٠	٢٨	%١٣	٠,٣٧٩ (٤,٤٣٧)*	٠,٤١١ (٦,٦٦٩)*	٤٤,٤٨٠*	٠,١٦٥
ثماني سنوات	١٧٨	١٢	%٧	٠,٤٠٨ (٣,٨٥٤)*	٠,٤٦٨ (٧,٠٥٢)*	٤٩,٧٣١*	٠,٢١٥

يعرض الجدول نتائج نموذج انحدار بسيط لاختبار المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية على عينة الدراسة المكونة من ٥٧ شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (١٩٩٥-٢٠٠٧) بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام المئين ١ و٩٩ وباستخدام Cook's D؛ حيث يعرض النتائج لنوافذ قياس متداخلة للعينة كاملة. يمثل العمود الأول عدد المشاهدات، بينما العمود الثاني فيمثل عدد مشاهدات الخسارة لكل نافذة قياس، ويتبعه العمود الثالث نسبة مشاهدات الخسارة، أما في العمود الرابع المعامل الثابت (constant)، أما العمود الخامس فيمثل معامل الدخل المحاسبي المعدل للسهم (E/P_{t-1}) والأرقام داخل الأقواس إلى قيم معامل اختبار t لهذا المعامل، ويظهر العمود السادس معنوية F، والعمود الأخير فيظهر القوة التفسيرية للنموذج.

والمتغيرات المستخدمة في الدراسة هي:

E_{it}/P_{it-1}: الدخل المحاسبي المعدل للسهم.

R_{it}: العائد السوقي للسهم.

*، ** ذودلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١%، ٥% على التوالي

الفرضية العدمية الثالثة: لا تنخفض القوة التفسيرية لنموذج علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم في حال تكرار الخسائر عبر الزمن.

تم تقسيم مشاهدات عينة الدراسة إلى ثلاث محافظ حسب عدد تكرارات الخسائر لكل شركة خلال فترة الدراسة؛ فالمحفظة الأولى ضمت الشركات التي لم تعلن عن أية خسائر طيلة فترة الدراسة، أما المحفظة الثانية فقد ضمت الشركات التي عانت من خسارة واحدة إلى ستة خسائر، وأما المحفظة الثالثة فضمت الشركات التي بلغ عدد تكرارات الخسائر سبع

مرات أو أكثر (أي ضمت الشركات التي غلب عليها تحقيق خسائر خلال فترة الدراسة والتي امتدت إلى ١٣ سنة). ولقد تم تنفيذ النموذج الأول لكل محفظة على حدة، ويبين الجدول رقم (١١) قيم المعاملات لهذا النموذج، كما يبين قيم معامل التحديد المعدل.

يظهر الجدول رقم (١١) الأثر الجلي للخسائر على علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية، حيث ارتفعت قيمة R^2-المعدلة من ١٢,٢% عندما تم تنفيذ النموذج الأول لكامل عينة الدراسة وقبل استبعاد مشاهدات الخسارة ٢٠,٤% للمشاهدات التي تمثل أرباحاً فقط. وبالمقابل فإن R^2-المعدلة لم تتجاوز ٤% لمحفظة الشركات عينة الدراسة الشركات ذات الخسائر المتكررة لفترة أطول من ست سنوات. كذلك تجدر الإشارة إلى أن معظم شركات عينة الدراسة هي شركات تعلن عن أرباح محاسبية موجبة، حيث بلغت نسبة الشركات التي لديها خسائر لفترة أطول من ست سنوات حوالي ١٠% من العينة فقط.

الجدول ١١. ملخص نتائج النموذج الأول حول علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم في حال تكرار الخسائر عبر الزمن (الفرضية الثالثة)

$$R_{it} = a_0 + a_1 E_{it} / P_{it-1} + e_{1it}$$

عدد مرات تكرار الخسائر	عدد المشاهدات	عدد الشركات	المعامل α_0	المعامل α_1	معنوية F	Adjusted-R^2
صفر	١٦٢	١٩	-٠,١٦٩ *(-٣,٧٦٧)	٠,٤٥٧ *(٦,٥٢٣)	*٤٢,٥٤٦	٠,٢٠٤
أقل من سبعة	٢٧٩	٣٢	-٠,٠٠٨ (-٠,٣٩٩)	٠,٣٥٤ *(٦,٣٠٩)	*٣٩,٨٠٠	٠,١٢٢
سبعة أوأكثر	٥٥	٦	-٠,٠٠٦ (-٠,٠٨٣)	٠,٢٣٨ ***(١,٨٠١)	***٣,٢٤٥	٠,٠٣٩

يعرض الجدول نتائج نموذج انحدار بسيط لاختبار المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية على عينة الدراسة المكونة من ٥٧ شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (١٩٩٥-٢٠٠٧) بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام المئين ١ و٩٩ وباستخدام Cook's D؛ حيث يعرض النتائج للعينة ككل ومن ثم تقسيمها إلى ثلاث محافظ اعتماداً على عدد تكرارات الخسائر. يمثل العمود الأول عدد المشاهدات، بينما العمود الثاني عدد الشركات في كل محفظة، أما العمود الثالث فيمثل المعامل الثابت (constant)، أما العمود الرابع فيمثل معامل الدخل المحاسبي المعدل للسهم(E/P_{t-1}) والأرقام داخل الأقواس إلى قيم معامل اختبار t لهذا المعامل، ويظهر العمود الخامس معنوية F ، والعمود الأخير فيظهر القوة التفسيرية للنموذج.

والمتغيرات المستخدمة في الدراسة هي:

E_{it}/P_{it-1} : الدخل المحاسبي المعدل للسهم.

R_{it}: العائد السوقي للسهم.

*، **،*** ذودلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١%، ٥%، ١٠% على التوالي.

والسبب في هذه النتيجة يرجع إلى ضعف اهتمام المستثمرين برقم الخسارة عند اتخاذ قرارتهم الاستثمارية (شراء الأسهم، أو بيعها، أو الاحتفاظ بها). ويعود ذلك لعدد من الأسباب منها؛ أن تكرار الخسائر لا يكون بالضرورة بسبب تدهور الأداء المالي للشركة، فقد يكون

ذلك بسبب الممارسات المحاسبية التي تزداد تحفظاً[١٩]. كما أنه في حال تكرار الخسائر يتجه المستثمر إلى تقييم أصول الشركة في حال اللجوء للتصفية ولا يعتمد فقط على رقم الخسارة، مما يفقد الرقم الأخير مضمونه المعلوماتي فيما يتعلق بالعوائد السوقية للأسهم. أضف إلى ذلك أن المستثمر لا يميل للاعتراف بخسارته، لذلك يبقى محتفظاً باستثماره إلى أن تعاود الشركة إلى تحقيق أرباح، عندها يقوم المستثمر باتخاذ قراره الاستثماري. ويتوافق هذا مع دراسة (Hayn,1995) ودراسة (Chambers,1996) ودراسة (Barber, 2007).

الفرضية العدمية الرابعة: لا يوجد فرق بين علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وعلاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وذلك لمشاهدات الأرباح والخسائر ذات السلوك المتطابق.

تم تقسيم مشاهدات عينة الدراسة بناء على درجة التشتت[٢٠] إلى محفظتين أوليتين (درجة تشتت منخفضة، ودرجة تشتت مرتفعة)، ثم تم تجزئة كل من هاتين المحفظتين الأوليتين إلى محفظتين أخريتين اعتماداً على إشارة رقم الدخل المحاسبي (مشاهدات الأرباح، ومشاهدات الخسائر). وتم تنفيذ النموذج الأول لكل من المحافظ الجزئية الأربعة، ويبين الجدول رقم (١٢) قيم R^2-المعدلة والمعاملات لهذا النموذج.

يظهر في المقطع الأول من الجدول رقم (١٢)، والذي يخص محفظة درجة التشتت المنخفضة، أن معظم مشاهدات المحفظة هي مشاهدات أرباح، فقد بلغ عدد مشاهدات الخسائر تسع مشاهدات فقط. أما في المقطع الثاني، والذي يمثل محفظة درجة التشتت المرتفعة، بلغ عدد مشاهدات الخسائر ٨٥ مشاهدة، أي ما نسبته ٤٥% من مشاهدات المحفظة، مما يعني أن الخسائر تميل إلى التشتت بدرجة أعلى من تلك في حالة الأرباح. كما أنه من الجدير بالذكر أن قيمة R^2-المعدلة للمحفظة كاملة في حالة درجة التشتت المنخفضة تبلغ ١٩,٤% بالمقارنة مع ١٤,٦% في حالة درجة التشتت المرتفعة. وهذا يدل على أن الخسائر تخفض من القوة التفسيرية لرقم الدخل المحاسبي، ويعود السبب في ذلك لعدم توقع تكرار الخسائر، فتشتتها يشير إلى أنها مؤقتة ولا تميل للاستمرارية. إلا أن هذا ليس السبب الوحيد في فقدان الخسائر لمضمونها المعلوماتي، فلو كان ذلك صحيحاً لكانت مشاهدات الأرباح ذات التشتت المرتفع

---

[19] (Garcia-Ayuso and Rueda,1999) .

[20] الفصل الثالث "منهجية الدراسة" لمعرفة كيفية احتساب درجة التشتت.

فقدت أيضاً مضمونها المعلوماتي، ولكن نتائج الاختبار أثبتت غير ذلك، حيث كانت قيمة R^2- المعدلة تبلغ ١٩% لمشاهدات الأرباح ذات درجة التشتت المرتفعة. وبهــذا يمكــن القــول أن السبب الرئيس يكمن في إشـــارة رقــم الــدخل المحاســبي. وتؤيــد هــذه النتــائج دراســة (Hayn,1995).

الجدول ١٢. ملخص نتائج النموذج الأول حول علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وعلاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم لمشاهدات الأرباح والخسائر ذات السلوك المتطابق(الفرضية الرابعة)

$$R_{it} = a_0 + a_1 E_{it} / P_{it-1} + e_{1it}$$

	عدد المشاهدات	المعامل α_0	المعامل α_1	معنوية F	$Adjusted-R^2$
درجة التشتت (منخفضة)					
مشاهدات الأرباح	١٨٢	٠,١٧٧- (-٣,٩٧٠)*	٠,٤٤٤ (-٦,٦٦٥)*	*٤٤,٤٢١	٠,١٩٣
مـــــــــشاهدات الخسائر	٩	-	-	-	-
درجة التشتت (مرتفعة)					
مشاهدات الأرباح	١٠٩	٠,٢٠٨- (-٣,٦٢٢)*	٠,٤٤٤ (٥,١٦١)*	*٢٦,٦٣٣	٠,١٩٠
مـــــــــشاهدات الخسائر	٨٥	٠,٠٤٥- (-٠,٥٨٧)	٠,٠٦٢- (٠,٥٧٤)	٠,٣٢٩	٠,٠٠٨-

يعرض الجدول نتائج نموذج انحدار متعدد لاختبار المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية على عينة الدراسة المكونة من ٥٧ شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (١٩٩٥- ٢٠٠٧) بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام المئين ١ و٩٩ وباستخدام Cook's D؛ حيث يعرض النتائج للنموذج بعد تقسيمه بناءً على متغير قريني هو درجة التشتت، ومن ثم تقسيم المشاهدات إلى حالتين (مرتفع ومنخفض)، ومن ثم تقسيم كل حالة حسب إشارة رقم الدخل المحاسبي. يمثل العمود الأول عدد المشاهدات، بينما العمود الثاني المعامل الثابت (constant)، أما العمود الثالث فيمثل معامل الدخل المحاسبي المعدل للسهم (E/P_{t-1})، والأرقام داخل الأقواس إلى قيم معامل اختبار t لهذا المعامل، ويظهر العمود الرابع معنوية F، والعمود الأخير فيظهر القوة التفسيرية للنموذج. والمتغيرات المستخدمة في الدراسة هي:

E_{it}/P_{it-1}: الدخل المحاسبي المعدل للسهم.

R_{it}: العائد السوقي للسهم.

*، ** ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١%، ٥% على التوالي.

الفرضية العدمية الخامسة: ليس للقيمة الدفترية مضموناً معلوماتياً إضافياً علاوة على الخسائر المحاسبية.

تم هنا أيضاً تقسيم مشاهدات عينة الدراسة اعتماداً على إشارة رقم الدخل المحاسبي (محفظة مشاهدات الأرباح، ومحفظة مشاهدات الخسائر). وتم تنفيذ النموذج الثاني لكل محفظة. ويظهر الجدول رقم (١٣) قيم المعاملات لهذا النموذج وقيم معامل التحديد المعدل.

بلغت قيمة R^2-المعدلة لمشاهدات الخسائر ١٤,١%، كما أن معامل استجابة الأرباح لهذه المشاهدات كان مهماً احصائياً على مستوى معنوية ٥%. كما أن قيم R^2-المعدلة لكل من مشاهدات العينة ككل ومشاهدات الأرباح على حدة تحسنت عند الأخذ بالاعتبار القيمة الدفترية للسهم.

الجدول ١٣. ملخص نتائج النموذج الثالث حول علاقة الخسائر المحاسبية والقيمة الدفترية بالعوائد السوقية للأسهم للشركة (الفرضية الخامسة)

$$R_{it} = a_2 + a_3 E_{it} / P_{it-1} + a_4 BV_{it} / P_{it-1} + e_{2it}$$

السنة	عدد المشاهدات	المعامل α_2	المعامل α_3	المعامل α_4	معنوية F	Adjusted-R^2
العينة كاملة	٤٨٩	-٠,٢٠٧ (-٦,٧٠٣)*	٠,٤٠٥ (٩,٧٨٩)*	٠,٣٠١ (٧,٣٤٣)*	*٦٣,٨٧٢	٠,٢٠٥
مشاهدات الأرباح	٣٧٧	-٠,٢٢٣ (-٥,٩٤٥)*	٠,٢٩٨ (٦,٠٠٢)*	٠,٢٢٧ (٤,٥٨١)*	*٤٢,٩٨٠	٠,١٨٦
مشاهدات الخسائر	١١١	-٠,٣١٦ (-٤,٩١٠)*	٠,٢٢٤ (٢,٤٥٥)**	٠,٣٩٠ (٤,٢٧٦)*	*١٠,١١١	٠,١٤١

يعرض الجدول نتائج نموذج انحدارمتعدد لاختبار المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية على عينة الدراسة المكونة من ٥٧ شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (١٩٩٥-٢٠٠٧) بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام المئين ١ و٩٩ وباستخدام Cook's D؛ حيث يمثل العمود الأول عدد المشاهدات، بينما العمود الثاني المعامل الثابت (constant)، أما العمود الثالث فيمثل معامل الدخل المحاسبي المعدل للسهم (E/P_{t-1})، والعمود الرابع معامل القيمة الدفترية للسهم، والأرقام داخل الأقواس إلى قيم معامل اختبار t لهذا المعامل، ويظهر العمود الخامس معنوية F، والعمود الأخير فيظهر القوة التفسيرية للنموذج.

والمتغيرات المستخدمة في الدراسة هي:

E_{it}/P_{it-1}: الدخل المحاسبي المعدل للسهم.

BV_{it}/P_{it-1}: القيمة الدفترية المعدلة للسهم

R_{it}: العائد السوقي للسهم.

*، **، *** ذودلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١%، ٥%، ١٠% على التوالي.

ولاختبار هذه الفرضية لا بد من مقارنة قيم معامل R^2-المعدلة للنموذج الأول مع قيم معامل R^2-المعدلة للنموذج الثاني، وذلك لمعرفة ما إذا كان هناك مضموناً معلوماتياً إضافياً للقيمة الدفترية للسهم (أي قوة أكبر في تفسير التغير الحاصل في العوائد السوقية للسهم)، ويظهر هذا في الجدول (١٤) كما قامت به دراسات عدة منها (شبيطة، ٢٠٠٣). يبين الجدول (١٤) الفروقات في القوة التفسيرية بين النموذجين الأول والثاني.

الجدول ١٤. القوة التفسيرية الإضافية للقيمة الدفترية علاوة على تلك للخسائر المحاسبية فيما يتعلق بالعوائد السوقية للأسهم

السنة	$Adjusted\text{-}R^2$ النموذج الأول	$Adjusted\text{-}R^2$ النموذج الثاني	القوة التفسيرية الإضافية للقيمة الدفترية للسهم
العينة الكاملة	٠,١٢٣	٠,٢٠٥	٠,٠٨٢
مشاهدات الأرباح	٠,١٤٦	٠,١٨٦	٠,٠٤
مشاهدات الخسائر	٠,٠٢٤	٠,١٤١	٠,١١٧

يعرض الجدول نتائج نموذجي الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية والقيمة الدفترية على عينة الدراسة المكونة من ٥٧ شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (١٩٩٥-٢٠٠٧) بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام المئين ١ و٩٩ وباستخدام Cook's D؛ حيث يقارن نتائج النموذج الأول مع النموذج الثاني للعينة كاملة ومن ثم تقسيمها إلى حالة الربح وحالة الخسارة. يمثل العمود الأول قيم القوة التفسيرية للنموذج الأول، بينما يبين العمود الثاني قيم القوة التفسيرية للنموذج الثاني، أما العمود الثالث الفرق بين العموديين السابقين وهو ما يشير إلى المضمون المعلوماتي الإضافي للنموذج الثاني.

نلاحظ من الجدول رقم (١٤) أن القوة التفسيرية للنموذج الثاني أعلى من القوة التفسيرية للنموذج الأول لكامل العينة وكذلك في كل من محفظة مشاهدات الأرباح ومحفظة مشاهدات الخسائر، ويبرز ذلك جلياً في حالة الخسارة حيث أعطى النموذج الثاني قوة تفسيرية أعلى بفارق ١١,٧% من النموذج الأول، ويؤكد ذلك أن قيم معامل متغير القيمة الدفترية بلغ أعلى قيمه عند اختبار محفظة مشاهدات الخسائر.

يدل تحسن القوة التفسيرية للنموذج الثاني بالمقارنة مع القوة التفسيرية للنموذج الأول أن ضعف علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم يعود إلى مشكلة المتغيرات المحذوفة (Omitted Variable Problem) والتي بدورها تؤثر في هذه العلاقة. وهذا ما أشارت إليه عدد من الدراسات في الأدب المحاسبي ومنها (Shroff, 1995) ودراسة (Collins et al., 1999). كما يتبين أن مشاهدات الخسارة تزيد القوة التفسيرية للنموذج عند أخذ القيمة الدفترية بعين الاعتبار، ويظهر ذلك من خلال انخفاض القوة التفسيرية للنموذج عند دراسة مشاهدات الأرباح فقط حيث بلغت ١٨,٦% بالمقارنة مع ٢٠,٥% عند دراسة مشاهدات العينة ككل.

إن من مقاييس قيمة الشركة قيمة تصفية أصول الشركة وهذه القيمة لا تعتمد على سلوك الأرباح، وبالتالي إعلان الشركة عن تحقيق خسائر لا يؤدي بالضرورة إلى انخفاض في أسعار الأسهم، حيث يتوجه المستثمر الراشد في تحليله إلى الأرقام المالية غير الربحية الأخرى، فهو لا يعتمد على توقعه للعوائد السوقية للأسهم على مصدر معلومات واحد، بل يدرس كافة المصادر

المتوفرة ليتخذ قراره الاستثماري. وهذا يتوافق مع دراسة (Collins et al., 1999)، ودراسة (Al-Shamy and Kayed, 2005).

الفرضية العدمية السادسة: لا يوجد مضمون معلوماتي إضافي للتدفقات النقدية التشغيلية على تلك للخسائر المحاسبية فيما يتعلق بالعوائد السوقية للأسهم.

لقد تم اختبار مشاهدات العينة كاملة، ثم تم تقسيمها إلى محفظتين اعتماداً على إشارة رقم الدخل المحاسبي (محفظة مشاهدات الأرباح، ومحفظة مشاهدات الخسائر)، حيث تم تنفيذ النموذج الثالث لإجراء هذه الاختبارات. ويظهر الجدول رقم (١٥) قيم R^2-المعدلة، ومعاملات هذا النموذج.

نلاحظ من الجدول رقم (١٥) أن قيمة R^2-المعدلة للعينة كاملة بلغت ١٣,٣، وارتفعت لتبلغ ١٥,٢% لمشاهدات الأرباح، إلا أنه لم تكن مهمة احصائياً لمشاهدات الخسائر. كما أن معامل استجابة التدفقات النقدية التشغيلية لم يكن ذو أهمية احصائية في كل الاختبارات السابقة.

الجدول ١٥. ملخص نتائج النموذج الثالث حول علاقة الخسائر المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية للأسهم (الفرضية السادسة)

$$R_{it} = a_4 + a_5 E_{it} / P_{it-1} + a_6 CFO_{it} / P_{it-1} + e_{3it}$$

	عدد المشاهدات	المعامل α_0	المعامل α_1	المعامل α_2	معنوية F	Adjusted-R^2
العينة الكاملة	٤١٥	٠,٠٢١- (١,٠٩٧-)	٠,٣٥٤ *(٧,٦٦٣)	٠,٠٧٢ (١,٥٦٦)	*٣٢,٩٢٠	٠,١٣٣
مشاهدات الأرباح	٣٢٨	٠,١١٦- *(٣,٨٨١-)	٠,٣٩١ *(٧,٢٩٦)	٠,٠١٧ (٠,٣١٦)	*٣٠,٤٣٨	٠,١٥٢
مشاهدات الخسائر	٨٧	٠,٠٦٥- (٠,٩٧٣-)	٠,٠٢٠- (٠,١٨١-)	٠,٠٥٨- (٠,٥١٨-)	٠,١٣٦	٠,٠٢٠-

يعرض الجدول نتائج نموذج انحدارمتعدد لاختبار المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية على عينة الدراسة المكونة من ٥٧ شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (١٩٩٥ - ٢٠٠٧) بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام المئين ١ و٩٩ وباستخدام Cook's D؛ حيث يعرض النتائج للنموذج للعينة كاملة، ومن ثم تقسيم مشاهدات العينة حسب إشارة رقم الدخل المحاسبي. يمثل العمود الأول عدد المشاهدات، بينما العمود الثاني المعامل الثابت (constant)، أما العمود الثالث فيمثل معامل الدخل المحاسبي المعدل للسهم (E/P_{t-1}) ، والعمود الرابع معامل التدفقات النقدية التشغيلية المعدلة للسهم، والأرقام داخل الأقواس إلى قيم معامل اختبار t لهذا المعامل، ويظهر العمود الخامس معنوية F، والعمود الأخير فيظهر القوة التفسيرية للنموذج. والمتغيرات المستخدمة في الدراسة هي:

E_{it}/P_{it-1}: الدخل المحاسبي المعدل للسهم.

CFO_{it}/ P_{it-1}: التدفقات النقدية التشغيلية المعدلة للسهم.

R_{it}: العائد السوقي للسهم.

*، ** ذودلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١%، ٥% على التوالي.

وحتى يتم اختبار الفرضية لابد من مقارنة بين قيم R^2-المعدلة للنموذج الأول مع قيم R^2-المعدلة للنموذج الثالث، وذلك لمعرفة ما إذا كان هناك مضموناً معلوماتياً إضافياً للتدفقات النقدية التشغيلية للسهم ويظهر ذلك في الجدول (١٦).

الجدول ١٦ . القوة التفسيرية الإضافية للتدفقات النقدية التشغيلية علاوة على تلك للخسائر المحاسبية فيما يتعلق بالعوائد السوقية للأسهم

السنة	Adjusted-R^2 النموذج الأول	Adjusted-R^2 النموذج الثالث	القوة التفسيرية الإضافية للتدفقات النقدية التشغيلية للسهم
العينة الكاملة	٠,١٢٣	٠,١٣٣	٠,٠١
مشاهدات الأرباح	٠,١٤٦	٠,١٥٢	٠,٠٠٦
مشاهدات الخسائر	٠,٠٢٤	-٠,٠٢٠	-٠,٠٤٤

يعرض الجدول نتائج نموذجي الانحدار البسيط والمتعدد لاختبار المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية على عينة الدراسة المكونة من ٥٧ شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (١٩٩٥-٢٠٠٧) بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام المئين ١ و٩٩ وباستخدام Cook's D؛ حيث يقارن نتائج النموذج الأول مع النموذج الثاني للعينة كاملة ومن ثم تقسيمها إلى حالة الربح وحالة الخسارة. يمثل العمود الأول قيم القوة التفسيرية للنموذج الأول، بينما العمود الثاني قيم القوة التفسيرية للنموذج الثاني، أما العمود الثالث الفرق بين العموديين السابقين وهو ما يشير إلى المضمون المعلوماتي الإضافي للنموذج الثاني.

يبين الجدول رقم (١٦) الفروقات التفسيرية بين النموذجين الأول والثالث، فقد بلغت القوة التفسيرية الإضافية عند اختبار مشاهدات العينة كاملة ١%، بينما انخفضت إلى ٠,٦% عند اختبار مشاهدات الأرباح، وانخفضت مجدداً إلى -٤,٤% عند اختبار مشاهدات الخسائر. فعلى الرغم من أن إحدى مقاييس قيمة الشركة يتمثل بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية التشغيلية المتوقعة لهذه الشركة، وبالتالي إعلان الشركة عن تحقيق خسائر لا يعني بالضرورة هبوط القيمة السوقية لأسهم الشركة، إلا أن المستثمر يجهل أهمية رقم التدفقات النقدية التشغيلية، فالأصل أن المستثمر لا يعتمد في توقعه للعوائد السوقية للأسهم على مصدر معلومات واحد، بل أن يستخدم المستثمر كلاً من الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية عند تقديره للعوائد السوقية للأسهم، خاصة وأن رقم التدفقات النقدية التشغيلية لا يواجه من المشاكل التي يعاني منها رقم الدخل، حيث أن رقم الدخل يتأثر بالطرق المحاسبية التي تتبناها الإدارة والتي تخلق صعوبة في المقارنة، وربما تؤدي إلى تضليل المستثمرين في السوق المالي. كما ويخضع رقم الدخل لتدخل الحكم الشخصي في عمليات قياس بعض العناصر مثل الاهتلاكات

والمخصصات. وهذا ما أظهرته نتائج دراسة (جبر والـدبعي، ٢٠٠٨)، ودراسـة (Davis-Friday and Gordon, 2005).

الفرضية العدمية السابعة: لا تتأثر علاقة الخسائر المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية للأسهم بدرجة الرفع المالي للشركة.

تم تقسيم مشاهدات عينة الدراسة إلى محفظتين أوليتين اعتماداً على درجة الرفع المالي للشركة، ثم تم تقسيم كل من المحفظتين الأوليتين إلى محفظتين أخريتين اعتماداً على إشارة رقم الدخل المحاسبي (محفظة مشاهدات الأرباح، ومحفظة مشاهدات الخسائر)، وتم تطبق النموذج الثالث لاختبار هذه الفرضية. ويظهر الجدول رقم (١٧) قيم R^2-المعدلـة، ومعاملات هذا النموذج.

عند النظر إلى الجدول رقم (١٧) نجد أن مشاهدات الخسائر لم تكن لها أهمية إحصائية بكلتا المحفظتين، ويدل ذلك على أن المستثمر لا يدرك أهمية الرفع المالي للشركة وعلاقته بكيفية استغلال الشركة للتدفقات النقدية التشغيلية، حيث أن التدفقات النقدية التشغيلية تستخدم لتقييم قدرة الشركة على سداد التزاماتها من عملياتها العادية، فإذا ما حققت الشركة تدفقاً نقدياً تشغيلياً سالباً، فإن هذا سيكون مؤشراً على عدم تمكن هذه الشركة من سداد التزاماتها في المستقبل، كما أن هذا سينعكس على قدرتها في تمويل توسعها المستقبلي وفي توزيع أرباح نقدية، وبالتالي سيؤثر على مخاطر العسر المالي ومخاطر الإفلاس لهذه الشركة، مما يؤدي لزيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار في هذه الشركة، ومن ثم انخفاض أسعار أسهمها في السوق.

ومما يجدر ذكره أن قيمة R^2-المعدلة لمحفظة الرفع المالي المرتفع ككل بلغت ٨,١% بالمقارنة مع ١٧,٨% لمحفظة الرفع المالي المنخفض. ويمكن تبرير ذلك بأن الرفع المالي المرتفع يعني أن هيكل التمويل لدى الشركة يعتمد بشكل كبير على الديون الخارجية (أي يعتمد على المقرضين)، وهذه القروض تمنح في الغالب بعد التأكد من توفر ضمانات للمقرضين. أما الرفع المالي المنخفض فيدل على أن تمويل الشركة يعتمد بشكل رئيس على إصدار الأسهم (أي يعتمد على المستثمرين)، وهؤلاء المستثمرون يبنون قراراتهم الاستثمارية بناء على ما يتوفر لهم من مصادر معلومات عن الشركة والتي تعتبر القوائم المالية من أهم هذه المصادر.

الجدول١٧. ملخص نتائج النموذج الثالث حول علاقة الخسائر المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية للأسهم مع الأخذ بالاعتبار الرفع المالي (الفرضية السابعة)

$$R_{it} = a_0 + a_1 E_{it} / P_{it-1} + a_3 CFO_{it} / P_{it-1} + e_{3it}$$

	عدد المشاهدات	المعامل α_0	المعامل α_1	المعامل α_2	معنوية F	Adjusted-R^2
الرفع المالي (مرتفع)						
مشاهدات الأرباح	١٠٦	٠,١٦٣- (٣,٦٨٧-)*	٠,٤٠١ (٤,١٦٠)*	٠,٠٠٦- (٠,٠٦١-)	٩,٨٢٥*	٠,١٤٣
مشاهدات الخسائر	٥٦	٠,١٠٢- (١,٢٧٢-)	٠,٠٥٥- (٠,٣٨٤-)	٠,٠٦٠- (٠٤٢١.-)	٠,١٢٤	٠,٠٣٢-
الرفع المالي (منخفض)						
مشاهدات الأرباح	١٣٩	٠,١٠٣- (١,٩٣٣-)***	٠,٣٦٤ (٤,٢٩٣)*	٠,١٠١ (١,١٩٦)	١٤,٢٦٧*	٠,١٦٠
مشاهدات الخسائر	١٩	٠,٠٠٥ (٠,٠٢٧)	٠,٠٤٣ (٠,١٦٩)	(٠,١١٥-	٠,١٦٢	٠,٠٩٧-

يعرض الجدول نتائج نموذج انحدارمتعدد لاختبار المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية على عينة الدراسة المكونة من ٥٧ شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (١٩٩٥- ٢٠٠٧) بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام المئين ١ و٩٩ وباستخدام Cook's D؛ حيث يعرض النتائج للنموذج بعد تقسيمه بناءً على متغير قريني وهو الرفع المالي ومن ثم تقسيم المشاهدات إلى حالتين (مرتفع ومنخفض) ومن ثم تقسيم كل حالة حسب إشارة رقم الدخل المحاسبي. يمثل العمود الأول عدد المشاهدات، بينما العمود الثاني المعامل الثابت (constant)، أما العمود الثالث فيمثل معامل الدخل المحاسبي المعدل للسهم (E/P_{t-1}) ، والعمود الرابع معامل التدفقات النقدية التشغيلية المعدلة للسهم، والأرقام داخل الأقواس إلى قيم معامل اختبار t لهذا المعامل، ويظهر العمود الخامس معنوية F، والعمود الأخير فيظهر القوة التفسيرية للنموذج. والمتغيرات المستخدمة في الدراسة هي:

E_{it}/P_{it-1}: الدخل المحاسبي المعدل للسهم.

R_{it}: العائد السوقي للسهم.

*، **، *** ذودلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١%، ٥%، ١٠% على التوالي.

الفرضية العدمية الثامنة: لا تتأثر علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم بفـرص النمو للشركة.

تم تقسيم مشاهدات عينة الدراسة إلى محفظتين أوليتين بناءً على فرص النمو للشركة، ثم تم تقسيم كل من المحفظتين الأوليتين إلى محفظتين جزئيتين اعتماداً علـى إشـارة الـرقم المحاسبي (محفظة مشاهدات الأرباح، ومحفظة مشاهدات الخسائر). وتم اختبار الفرضية مـن خلال تطبيق النموذج الأول، ويعرض الجدول رقم (١٨) نتـائج اختبـار المحـافظ الجزئيـة الأربعة.

عند النظر للمقطع الثاني من الجدول رقم (١٨)، والذي يمثل حالة فرص النمو المنخفضة، نجد أن قيمة R^2-المعدلة لمشاهدات الخسائر بلغت ٥%، كما أن معامل استجابة الأرباح كان يبلغ ٠,٢٥٢ وهو مهم احصائياً على مستوى معنوية أدنى من ٥%. بينما لم تكن لمشاهدات الخسائر في محفظة فرص النمو المرتفعة أي أهمية إحصائية.

إن ارتفاع فرص النمو للشركة يدل على أن هذه الشركة في مرحلة تطور وتوسع، مما يعني أن الخسائر المتحققة لا تشير إلى ضعف أداء الشركة المالي، بل هو مؤشر إلى أنها مؤقتة وتحمل توقعاً بتحقيق أرباحاً مستقبلية، وهذا ما يجعل المستثمر يهمل رقم الخسارة منتظراً الأرباح المتوقع تحقيقها خلال الفترات المالية اللاحقة. وخلاف ذلك عند انخفاض فرص النمو، فهذا يعني أن رقم الخسارة دليل على تدهور الأداء المالي للشركة مما يخيف المستثمرين ويوجه أنظارهم إلى رقم الخسارة عند اتخاذ القرارات الاستثمارية، هذا بدوره يسبب تذبذب في أسعار الأسهم، والتأثير في العوائد السوقية للأسهم.

الجدول ١٨. ملخص نتائج النموذج الأول حول علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم مع الأخذ بالاعتبار فرص النمو للشركة (الفرضية الثامنة)

$$R_{it} = a_0 + a_1 E_{it} / P_{it-1} + e_{1it}$$

	عدد المشاهدات	المعامل α_0	المعامل α_1	معنوية F	Adjusted-R^2
فرص النمو (مرتفع)					
مشاهدات الأرباح	١٦٣	٠,١٨٧- (٤,١١٩-)*	٠,٣٢٣ (٤,٣٤٢)*	١٨,٨٥١*	٠,٠٩٩
مشاهدات الخسائر	١٩	٠,٢٥٠- (٢,٨١٤-)**	٠,١٠٨ (٠,٤٦٢)	٠,٢١٣	٠,٤٣-
فرص النمو (منخفض)					
مشاهدات الأرباح	١٢٨	٠,٠٢٣- (٠,٥٣١-)	٠,٤١٤ (٥,١٢٤)*	٢٦,٢٥٠*	٠,١٦٥
مشاهدات الخسائر	٧٠	٠,٠٣١ (٠,٥٠٨)	٠,٢٥٢ (٢,١٦٣)**	٤,٦٧٩**	٠,٠٥

يعرض الجدول نتائج نموذج انحدارمتعدد لاختبار المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية على عينة الدراسة المكونة من ٥٧ شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (١٩٩٥- ٢٠٠٧) بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام المئين ١ و٩٩ وباستخدام Cook's D؛ حيث يعرض النتائج للنموذج بعد تقسيمه بناءً على متغير قريني هو فرص النمو، ومن ثم تقسيم المشاهدات إلى حالتين (مرتفع ومنخفض)، ومن ثم تقسيم كل حالة حسب إشارة رقم الدخل. يمثل العمود الأول عدد المشاهدات، بينما العمود الثاني المعامل الثابت (constant)، أما العمود الثالث فيمثل معامل الدخل المحاسبي المعدل للسهم (E/P_{t-1})، والأرقام داخل الأقواس إلى قيم معامل اختبار t لهذا المعامل، ويظهر العمود الرابع معنوية F، والعمود الأخير فيظهر القوة التفسيرية للنموذج.
والمتغيرات المستخدمة في الدراسة هي:

E_{it}/P_{it-1}: الدخل المحاسبي المعدل للسهم.

R_{it}: العائد السوقي للسهم.

*، ** ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١%، ٥% على التوالي.

الفرضية العدمية التاسعة: لا تتأثر علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم بمتغيرات الاقتصاد الكلي.

تم اعتماد متغيرين من متغيرات الاقتصاد الكلي في اختبار هذه الفرضية وهما التغير النسبي في الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر لمعدل التضخم، والرقم القياسي لكميات الانتاج الصناعي، حيث تم تصنيف مشاهدات عينة الدراسة بناء على كل منهما على حدة إلى محفظتين أوليتين (مرتفع، ومنخفض)[٢١]. ومن ثم تم تقسيم كل من المحافظ الأربعة الأولية السابقة إلى محفظتين جزئيتين حسب إشارة رقم الدخل (مشاهدات أرباح، ومشاهدات خسائر) ليصبح بذلك لدينا ثماني محافظ جزئية والتي تم اختبارها من خلال تنفيذ النموذج الأول، ويبين الجدول رقم (١٩) قيم معاملات هذا النموذج وقيم R^2-المعدلة.

عند تنفيذ النموذج الأول لحالة التضخم المرتفع وللعينة ككل (أي دون الأخذ بالاعتبار إشارة رقم الدخل) فقد بلغت R^2-المعدلة ٨,٨%، وهي أعلى من تلك لمحفظة الربح، وهذا لا ينسجم مع النتائج التي عرضت سابقاً. ويمكن تبرير ذلك بأنه في حالة التضخم يكون الفرق أكبر ما بين الربح بالأسعار الحقيقية والأسعار المعلنة، وبالتالي لا يعطي مستخدمي المعلومات المحاسبية أهمية للمبلغ كونه ربحاً. وبالمقابل فإن ظهور الخسارة لن يتابع بنفس الدرجة في حالات التضخم المتدني نظراً لكون الخسارة بالأسعار الحقيقية ستكون أقل منها في الأسعار المعلنة. وبشكل عام فإن القوة التفسيرية للأرباح تكون منخفضة عن معدلها المتعارف عليه وهو (١٠%)[٢٢] لهذه الحالة الاقتصادية.

كما تجدر الإشارة إلى أن المضمون المعلوماتي للأرباح والخسائر في حالة التضخم المتدني كانت أعلى من تلك للعينة ككل أو لحالة الأرباح الموجبة في محفظة التضخم المرتفع، وهذا يشير إلى أن مستخدمي المعلومات المحاسبية يقرؤون الأرقام على أنها أقرب للواقع، وبالتالي لها علاقة أقوى مع الأسعار السوقية، مما يؤدي إلى تحسن القوة التفسيرية للنموذج عند اختبار المحفظة ككل حيث بلغت R^2-المعدلة ١٢,١%، لترتفع إلى ١٥,٣% لحالة الربح. وأخيراً لم يكن للخسائر سواء في حالة التضخم المرتفع أو المتدني أي مضمون معلوماتي.

---

[21] يظهر في الملحق رقم (٥) قيم هذين المتغيرين لكل سنة من سنوات فترة الدراسة، ومقسمة إلى (مرتفع ومنخفض).
[22] –على سبيل المثال- إلى دراسة (الدبعي وأبو نصار، ١٩٩٩)، ودراسة (Hayn, 1995).

الجدول ١٩. ملخص نتائج النموذج الأول حول علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم مع الأخذ بالاعتبار بعض مؤشرات الاقتصاد الكلي (الفرضية التاسعة)

$$R_{it} = a_0 + a_1 E_{it} / P_{it-1} + e_{1it}$$

مؤشرات الاقتصاد الكلي		عدد المشاهدات	المعامل α_0	المعامل α_1	معنوية F	Adjusted-R^2
معدل التضخم (التغير النسبي في مخفض الناتج المحلي الإجمالي)						
مرتفع	مشاهدات الأرباح	١٥٣	٠,١٠٦- (-٢,٢٥٤)**	٠,٢١٨ (٢,٧٥٢)*	٧,٥٧٦*	٠,٠٤١
	مشاهدات الخسائر	٢٢	٠,٢٧٧ (-٣,٦٨٣)	٠,٠٩٧ (٠,٤٣٧)	٠,١٩١	٠,٠٤٠-
منخفض	مشاهدات الأرباح	١٣٥	٠,٠٩٧ (-٢,١٤٤)**	٠,٤٠٠ (٥,٠٤٦)*	٢٥,٤٥٨*	٠,١٥٣
	مشاهدات الخسائر	٤٥	٠,٠٣٧- (-٠,٤٦٢)	٠,٠٩٦ (٠,٦١٤)	٠,٣٧٧	٠,٠١٤-
الرقم القياسي لكميات الانتاج الصناعي						
مرتفع	مشاهدات الأرباح	١٥٦	٠,٠٩٦- (-١,٧٧٦)	٠,٣٣٠ (٤,٣٥٧)*	١٨,٩٨٥*	٠,١٠٣
	مشاهدات الخسائر	٢٣	٠,٠٢٢ (٠,٢٢٢)	٠,١٦٥ (٠,٧٨٤)	٠,٦١٥	٠,٠١٧-
منخفض	مشاهدات الأرباح	١٤٣	٠,١٥٨- (-٤,٢٧٦)	٠,٢٩١ (٣,٦٢١)*	١٣,١١٤*	٠,٠٧٨
	مشاهدات الخسائر	٣٨	٠,٢٠٩- (-٣,٠٨٣)*	٠,٠٩٦- (-٠,٥٨٩)	٠,٣٤٧	٠,٠١٧-

يعرض الجدول نتائج نموذج انحدارمتعدد لاختبار المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية على عينة الدراسة المكونة من ٥٧ شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (١٩٩٥- ٢٠٠٧) بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام المئين ١ و٩٩ وباستخدام Cook's D؛ حيث يعرض النتائج للنموذج بعد تقسيمه بناءً على متغيرين من متغيرات الاقتصاد الكلي. يمثل العمود الأول عدد المشاهدات، بينما العمود الثاني المعامل الثابت (constant)، أما العمود الثالث فيمثل معامل الدخل المحاسبي المعدل للسهم (E/P_{t-1})، والأرقام داخل الأقواس إلى قيم معامل اختبار t لهذا المعامل، ويظهر العمود الرابع معنوية F، والعمود الأخير فيظهر القوة التفسيرية للنموذج. والمتغيرات المستخدمة في الدراسة هي:

E_{it}/P_{it-1}: حصة السهم من الأرباح المحاسبية للشركة i عن نافذة الدراسة t مقسوما على سعر السهم في بداية نافذة الدراسة.

R_{it}: العائد السوقي لسهم الشركة i عن نافذة الدراسة t والمجمع لمدة ١٢ شهرا تبدأ من شهر أيار وتنتهي مع نهاية نيسان من العام التالي.

*، ** ذودلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١%، ٥% على التوالي

ويظهر الجدول رقم (١٩) في المقطع الثاني منه نتائج اختبار الفرضية اعتماداً على الرقم القياسي لكميات الانتاج الصناعي؛ فنلاحظ أنه لا يوجد أيضاً مضمون معلوماتي للخسائر في كلا المحفظتين (المرتفع، والمنخفض). إلا أننا نلاحظ تحسناً في حالة الربح؛ حيث بلغت R^2-المعدلة في حالة انخفاض الرقم القياسي لكميات الانتاج الصناعي ٧,٨%، وارتفعت لتبلغ ١٠,٣% في حالة ارتفاع هذا المؤشر الاقتصادي، حيث ارتفاعه يعني تحسن انتاج السوق ونموه.

إذاً فإن الخسائر لم تكن مهمة إحصائياً بكل الحالات التي اختبرت سابقاً، مما يدل على أن المستثمر يجهل سبب تحقيق الخسائر إن كان ناتجاً عن تدهور في الاقتصاد العام للدولة، أم

ناتجاً عن تدهور في الأداء المالي للشركة أو بسبب أمر آخر يخص الشركة فقط، مما يفقد رقم الخسارة أهميته وبالتالي يفقد مضمونه المعلوماتي.

الفرضية العدمية العاشرة: لا تتأثر علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم بالمدة التي مضت على إدراج الشركة في بورصة عمان.

تم تقسيم مشاهدات عينة الدراسة إلى محفظتين أوليتين اعتمادا على المدة التي مضت على إدراج الشركة في بورصة عمان (مدة إدراج طويلة، مدة إدراج قصيرة). ومن ثم تم تقسيم كل من المحفظتين السابقتين إلى محفظتين جزئيتين بناء على إشارة رقم الدخل المحاسبي (محفظة مشاهدات الأرباح، ومحفظة مشاهدات الخسائر). وتم اختبار المحافظ الأربعة من خلال تنفيذ النموذج الأول. ويعرض الجدول رقم (٢٠) قيم R^2-المعدلة ومعاملات هذا النموذج.

من الملاحظ في الجدول رقم (٢٠) أن مشاهدات الخسائر لم تعط أي أهمية إحصائية وبغض النظر عن مدة إدراج الشركة. ويمكن تبرير ذلك بأن المستثمر لا يقيم استثماره بناءً على رقم الخسارة، فلو كانت الشركة حديثة الإدراج قد ينظر لرقم الخسارة على أنه مؤقت، فهي في طور بناء ونمو لنشاطاتها في السوق. ولو كانت قديمة الإدراج ينظر إلى تاريخها السابق، فإن كان يغلب عليه الربح فحينها ستعتبر الخسارة رقم مؤقت ولا يتوقع تكرره، وإن كانت الخسائر متوالية لعدد من السنوات فسيتوجه المستثمر لأرقام مالية غير ربحية للحكم على وضع الشركة المالي ليتمكن من اتخاذ قراراته الاستثمارية، وبهذا يكون المستثمر بكل الأحوال قد أهمل رقم الخسارة، فلا يسبب تذبذب في أسعار الأسهم، وبالتالي يفقد هذا الرقم مضمونه المعلوماتي.

أما عند ملاحظة مشاهدات الأرباح نجد أن القوة التفسيرية لها بلغت ١٤,٥% في محفظة الإدراج الطويلة، وهي أدنى من نظيرتها في محفظة الإدراج القصيرة والتي كانت تساوي ٢٢,٨%. وتعليل ذلك أن الشركات ذات مدة الإدراج القصيرة يكون مصدر المعلومات الرئيس فيها هو القوائم المالية المنشورة، مما يؤدي إلى تذبذب أسعار الأسهم بناءً على ما تحمله هذه القوائم من بيانات. أما الشركات التي أدرجت منذ مدة طويلة تتسرب معلومات عنها من خلال موظفيها أو مصادر أخرى قبل نشر القوائم المالية، مما يفقد هذه القوائم المالية جزءً من

أهميتها، ولأن السوق يكون قد عكس أثر جزء من هذه البيانات الواردة في القوائم المالية على أسعار الأسهم، فمن شأن ذلك أن يضعف تذبذب أسعار الأسهم عند نشر القوائم المالية.

الجدول ٢٠. ملخص نتائج النموذج الأول حول علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم مع الأخذ بالاعتبار فترة ادراج الشركة بالسوق المالي (الفرضية العاشرة)

$$R_{it} = a_0 + a_1 E_{it} / P_{it-1} + e_{1it}$$

	عدد المشاهدات	المعامل α_0	المعامل α_1	معنوية F	Adjusted-R^2
مدة الإدراج الطويلة					
مشاهدات الأرباح	١٥٤	-٠,١٢٢ (-٢,٨٥٠)*	٠,٣٨٠ (٥,١٩٩)*	٢٧,٠٣٤*	٠,١٤٥
مشاهدات الخسائر	٥٨	-٠,٠٩٥ (-١,٢٠٧)	٠,٠٠٢ (٠,٠١٨)	٠,٠٠٠	-٠,٠١٨
مدة الإدراج القصيرة					
مشاهدات الأرباح	١٤٥	-٠,١٣١ (-٣,١٨١)*	٠,٤٨٤ (٦,٦٢٩)*	٤٣,٩٤٣*	٠,٢٢٨
مشاهدات الخسائر	٥١	-٠,١٦٢ (-٢,٣٥٤)**	٠,٠١٥ (٠,١٠٩)	٠,٠١٢	-٠,٠٢٠

يعرض الجدول نتائج نموذج انحدارمتعدد لاختبار المضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية على عينة الدراسة المكونة من ٥٧ شركة صناعية وخدمية خلال فترة الدراسة (١٩٩٥- ٢٠٠٧) بعد استبعاد المشاهدات المتطرفة باستخدام المئين ١ و٩٩ وباستخدام Cook's D؛ حيث يعرض النتائج للنموذج بعد تقسيمه بناءً على متغير قريني هو فترة إدراج الشركة في بورصة عمان، ومن ثم تقسيم المشاهدات إلى حالتين (فترة قصيرة وفترة طويلة)، ومن ثم تقسيم كل حالة حسب إشارة رقم الدخل المحاسبي. يمثل العمود الأول عدد المشاهدات، بينما العمود الثاني المعامل الثابت (constant)، أما العمود الثالث فيمثل معامل الدخل المحاسبي المعدل للسهم (E/P_{t-1})، والأرقام داخل الأقواس إلى قيم معامل اختبار t لهذا المعامل، ويظهر العمود الرابع معنوية F، والعمود الأخير فيظهر القوة التفسيرية للنموذج. والمتغيرات المستخدمة في الدراسة هي:

E_{it}/P_{it-1}: حصة السهم من الأرباح المحاسبية للشركة i عن نافذة الدراسة t مقسوماً على سعر السهم في بداية نافذة الدراسة.

R_{it}: العائد السوقي لسهم الشركة i عن نافذة الدراسة t والمجمع لمدة ١٢ شهراً تبدأ من شهر أيار وتنتهي مع نهاية نيسان من العام التالي.

*، ** ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١%، ٥% على التوالي.

اختبارات إضافية

لقد تم تنفيذ النماذج الثلاثة والمتعلقة بالفرضيات العشرة للشركات التي تنتمي إلى قطاع الصناعة فقط للتحقق من عدم وجود أثر للقطاع الذي تنتمي إليه الشركة، ولم يكن هنالك أي فرق جوهري في النتائج، وعليه يمكن تعميم نتائج نماذج الانحدار الثلاثة لاختبار فرضيات الدراسة العشرة بغض النظر عن القطاع.

ملخص النتائج

تتلخص أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة بالنقاط التالية:

١. يوجد فرق بين علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وعلاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم، وهذا يؤكد على أن المستثمرون والمقرضون لا يتخذون قرارتهم الاستثمارية بناءً على رقم الخسارة، وذلك لأن الخسائر ينظر إليها على أنها مؤقتة ولن تستمر، وإن استمر تكررها فيلجأ عندها متخذ القرار لبيانات مالية أخرى. وهذه النتيجة تتوافق مع الدراسات السابقة مثل (Hayn,1995)، ودراسة (Martikainen, 1997a and b)، ودراسة (Lipe et al, 1998)، ودراسة (جبر والدبعي، ٢٠٠٧).

٢. تزداد القوة التفسيرية لنموذج علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم عند توسيع نافذة القياس وذلك لأن الخسائر يتبعها عادة تحقيق أرباح في الفترات اللاحقة (Earnings Reversal) ولا تميل للاستمرارية. وتتفق هذه النتائج ودراسة (Sin and Watt, 2000).

٣. تنخفض القوة التفسيرية لنموذج علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم في حال تكرار الخسائرعبر الزمن. إن تكرار الخسائر لا يكون بالضرورة بسبب تدهور الأداء المالي للشركة، فقد يكون ذلك بسبب الممارسات المحاسبية التي تزداد تحفظاً، كما أن المستثمر لا يميل للاعتراف بخسارته فيبقى محتفظاً باستثماره إلى أن يحقق ربحاً عندها قد يبيعه ليستفيد من ارتفاع أسعار الأسهم (Barber, 2007).

٤. هناك فرق بين علاقة الأرباح المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وعلاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم وذلك لمشاهدات الأرباح والخسائر ذات السلوك المتطابق. وهذا يتوافق مع دراسة (Hayn,1995) حيث وجد أن مشاهدات الخسائر تتشتت بدرجة أعلى من مشاهدات الأرباح، مما يدل على أنها ذات طبيعة مؤقتة، ولا تميل للاستمرارية.

٥. يوجد مضمون معلوماتي إضافي للقيمة الدفترية علاوة على تلك للخسائر المحاسبية فيما يتعلق بالعوائد السوقية للأسهم، فالمستثمر أو المقرض لا يعتمد فقط على رقم الخسارة عند اتخاذ قرارته الاستثمارية وإنما يتوجه لدراسة أوضاع الشركة من نواحٍ أخرى أهمها القيمة الدفترية للأسهم. وهذا يتوافق مع دراسة (Shroff,1995)، ودراسة (Collins et al., 1999).

٦. لا يوجد مضمون معلوماتي إضافي للتدفقات النقدية التشغيلية علاوة على تلك للخسائر المحاسبية فيما يتعلق بالعوائد السوقية للأسهم.

٧. لا تتأثر علاقة الخسائر المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية بالعوائد السوقية للأسهم عند الأخذ بالاعتبار درجة الرفع المالي للشركة.

٨. لا تتأثر علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم عند الأخذ بالاعتبار كلاً من؛ متغيرات الاقتصاد الكلي، والمدة التي مضت على إدراج الشركة في بورصة عمان.

٩. تتأثر علاقة الخسائر المحاسبية بالعوائد السوقية للأسهم بفرص النمو للشركة. فعند فرص نمو مرتفعة فأن الخسائر لا تستمر حيث أنها تعتبر مؤقتة بسبب مرحلة التطور التي تمر بها الشركة، لذلك لا يتخذ المستثمر قراره الاستثماري بناءً على رقم الخسارة. أما عند فرص نمو الشركة المنخفضة، فالإعلان عن خسائر يجعل المستثمر متشكك في قدرة الشركة على تعويضه بأرباح خلال الفترات اللاحقة، مما يجعل رقم الخسارة محط أنظار المستثمرين وأمر يؤخذ بالحسبان عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

التوصيات

في ضوء نتائج الدراسة توصي الباحثة بما يأتي:

١. إجراء المزيد من الدراسات عن المضمون المعلوماتي للخسائر ولسلاسل زمنية أطول، لما يوفره ذلك من كم أكبر من البيانات، وبالتالي اتاحة إمكانية تفصيل أكثر في موضوع البحث.

٢. وجود قاعدة بيانات تضم البيانات المهمة المنشورة من الشركات المساهمة العامة الأردنية، وذلك لتسهيل عملية البحث العلمي.

٣. تحليل أرقام الخسارة لعامي ٢٠٠٨ ولاحقاً ٢٠٠٩، لدراسة تأثير الأزمة المالية الأخيرة على المضمون المعلوماتي للخسائر في البيئة الأردنية.

٤. دراسة خيار التصفية (Liquidation Option) في ظل وجود الخسائر، وهو الأمر الذي عجزت الباحثة عن اختباره لقصور في البيانات المالية المنشورة.

تمت بحمد الله

المصادر والمراجع

أبو حسان، محمد(٢٠٠١)، "**المضمون المعلوماتي للربح والتدفقات النقدية ولتسويات الاستحقاق وللشركات المساهمة العامة الأردنية**"، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية.

أبو نصار، محمد، ومأمون الدبعي(٢٠٠٢)، "**المضمون المعلوماتي للعناصر الرئيسية لقائمة الدخل**"، دراسات: العلوم الادارية ، الجامعة الأردنية، ٢٩(٢)، ٢٧٨-٢٩٦.

جبر، جمال زكريا، ومأمون الدبعي (٢٠٠٨)، "**أثر إشارة الأرباح المحاسبية والتدفقات النقدية التشغيلية على محتواهما المعلوماتي**"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، ٤ (١)، ١-٢٣.

حمدان، وسام، وفوزي غرايبة، ومأمون الدبعي، (٢٠٠٨)، "**دور التدفقات النقدية وتسويات الاستحقاق في تفسير العوائد السوقية للأسهم**"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، ٤ (٣).

الخلايلة، محمود (١٩٩٩)، "**العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل**"، دراسات: العلوم الادارية، الجامعة الأردنية، ٢٦ (٢)، ٣٥٨-٣٦٥.

الدبعي، مأمون، ومحمد أبو نصار (١٩٩٩)، "**مواصفة العلاقة بين العوائد السوقية والأرباح المحاسبية للشركات المساهمة الأردنية**"، دراسات: العلوم الادارية ، ٢٦(٢)، ٣٥٨-٣٦٥.

الدبعي، مأمون، ومحمد أبو نصار (٢٠٠٠)، "**دور نسبة الربح إلى السعر تحسين علاقة العوائد السوقية للأسهم بالأرباح المحاسبية**"، دراسات: العلوم الادارية، ٢٧(٢)، ٤١٠-٤٣١.

الدبعي، مأمون، ومحمد أبو نصار (٢٠٠١)، "**هل تسبق أسعار الأسهم الأرباح المحاسبية في عكس المعلومات الملائمة لتحديد قيمة الشركة؟**" دراسات: العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، ٢٨ (١)، ٥٤-٦٧.

الدبعي، مأمون (٢٠٠٢)، "**أثر السماح لمعاملات نموذج علاقة العوائد بالأرباح بالتغير عبر الزمن وما بين الشركات على قوة العلاقة**"، الدراسات: العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية، ٢٩ (١)، ١٣٤-١٤٥.

البنك المركزي الأردني (٢٠٠٤)، دائرة الأبحاث، بيانات إحصائية سنوية (١٩٦٤-٢٠٠٣).

البنك المركزي الأردني (٢٠٠٨)، دائرة الأبحاث، النشرة الإحصائية الشهرية. المجلد ٣٣. العدد ٩.

شبيطة، محمد فوزي، (٢٠٠٣)، "**المضمون المعلوماتي الاضافي للانتاجية**"، رسالة ماجستير منشورة، كلية الأعمال، الجامعة الأردنية.

عبدالقادر، معاذ، ومأمون الدبعي، وفوزي غرايبة (٢٠٠٨)، "**العلاقة بين الأرباح وعوائد الأسهم في الأجل الطويل: إعادة وإضافة**"، المجلة الأردنية في إدارة الأعمال، ٤ (١)، ٢٤-٤٤.

Al-Debie, M., and M. Walker. (1999). "**Fundamental Information Analysis: An Extension and UK Evidence**". British Accounting Review, 31, 261-280.

Anandarajan, A., I. Hasan, I. Isik and C. McCarthy. (2006). "**The Role of Earnings and Book Values in Pricing Stocks: Evidence from Turkey**". Advances in International Accounting, 19, 59-89.

Anderson, T. (1992). "**Accounting Earnings Announcemts and Diffrential Predisclosure Information”**. ABACUS. 29, 121-132.

Ball, R. and P. Brown. (1968). "**An Empirical Evaluation of Accounting Income Number**". Journal of Accounting Research. 6 (2), 159-178.

Barber, B., Yi-Tsung Lee, Yu-Jane Liu, Terrance Odean. (2007). "Is the Aggregate Investor Reluctant to Realize Losses? Evidence from Taiwan". European Financial Management. 13 (3), 423-447.

Beaver, W., H. Lambert, and D. Morse. (1980). **“The Information Content of Security Prices”**. Journal of Accounting and Economics. 2, 139-157

Belsely, D. A., E. Kuh and R. E. Welsch. (1980). **"Regression Diagnostics: Identifying Inflation Data and Source of Multicollinearity"**. New York: Wiley.

Chai, Y. K., R. Czernkowski, and J. Loftus. (1997). **“The Association of Aggregate and Disaggregated Earnings with Annual Stock Returns”**. Journal of Accounting and Finance . 37, 111-128.

Chambers, D. J. (1996). **“The Information Content of Negative earnings and its Relation with Initial-Loss Persistence”**. Working paper. The University of Illinois at Urbana-Champaign.

Collins, D. W., E. L. Maydew, I. S. Weiss. (1997). **"Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Value over the Past Forty Years"**. Journal of Accounting and Economics, 24, 39-67.

Collins, D. W., M. Picus, and H. Xie. (1999). **“Equity Valuation and Negative Earnings: The Role of Book Value of Equity”**. The Accounting Review, 74(1), 29-61.

Darrough, M. N. and J. Ye. (2006). **“Valuation of loss Firms in a knowledge-Based Economy”**. Working paper. Baruch College-CUNY, One Bernard Baruch Way, New York, New York 10010.

Davis-Friday, P. and E. Gordon. (2005). **“Relative Valuation Roles of Equity Book Value, Net Income and cash Flows during a macroeconomic Shock: the Case of Mexico and the 1994 Currency Crisis”**. Journal International Accounting research, 4(1), 1-21.

Dechow, P. (1994). **“Accounting Earnings and Cash flows as a Measure of Firm Performance, the Role of Accounting Accruals”**. Journal of Accounting and Economics. 18, 3-42.

Easton, P., and T. S. Harris. (1991). "**Earning as Explanatory Variable for Returns**". Journal Accounting Research, 29 (1), 19-36.

Easton, P. D, T. S. Harris, and J. A. Ohlson. (1992). **"Aggregate Accounting Earnings Can Explain Most of Security Returns"**. Journal of Accounting and Economics, 15, 119-142.

El- Shamy, M. A., M. A. Kayed. (2005). **"The Value Relevance of Earnings and Book Values in Equity Valuation: An international Perspective – The Case of Kuwait"**. International Journal of Commerce and Management, 15, 68-79

Etterdge , M., R. Toolson, S. Hall, and C. Na. (1996). **"Behavior of Earnings, Stock Returns, Accruals, and Analysts' Forecasts Following Negative Annual Earnings"**. Review of Financial Economics, 5 (2), 147-162

Garcia- Ayuso, M., J. A. Rueda. (1999). **"Is Accounting information loosing relevance? Some answers from Spain"**. working paper.

Habib, A. (2008). **"The Role of Accruals and Cash flows in explaining Security Returns: Evidence from New Zealand"**. Journal of International Accounting. 17. 51-66.

Haw, I. D. Qi and W. Wu. (2001). **"The Nature of Information in Accruals and Cash flows in an Emerging Capital Market: the Case of China"**. The International Journal of Accounting. 36 (4), 391-406.

Hayn, C. (1995). "**The Information Content of Losses",** Journal of Accounting and Economics, 20, 125-153.

Kothari, S. P. (1992). **"Price Earnings Regressions in the Presence of Prices Leading Earnings: Earnings and Earning Level Versus Change Specifications and Alternative Deflator"**. Journal of Accounting and Economics. 15, 137-202.

Kothari, S. P. and R. Sloan. (1992). **"Information in Prices about Future Earnings Response Coefficients"**. Journal of Accounting and Economics. 15, 143-171.

Lev, B. (1989). **"On The Usefulness of Earnings and Earning research: Lessons and Directions from Two decades of empirical Research**". Journal of Accounting Research, 27 (Supplement), 153-192.

Lipe, R. C. (1986). **"The Information Contained in Component of Earnings"**. Journal of Accounting Research. 24 (Supplement), 37-171.

Lipe, C. R., L. Bryant, S. K. Widener. (1998). **" Do Nonlinearity, Firm Specific Coefficients, Losses represent distinct factors in the relation between stock returns and accounting earnings?"**. Journal of Finance and Accounting, 25, 195-214.

Martikainen, M. (1997). **"Accounting Losses and Earnings Response Coefficients: The Impact of Leverage and Growth opportunities"**. Journal of Business Finance & Accounting. 24 (2), 277-292.

Martikainen, M. (1998). **“The Information Content of Losses around Earnings Announcements in the Finnish Stock Market”**. Applied Economics Letters. 5 (6), 343-346.

Martikainen, T., J. Kallunki, and J. Perttunen. (1997). **“Finnish Earnings Response Coefficients: The Information Content of Losses”**. The European Accounting Review. 6 (1), 69-81.

Myers, R. H. (1990). **"Classical and Modern Regression with Applications"**. Second Edition. Boston: PWS and Kent Publishing Company, Inc.

Ohslon, J. A. (1995). "**Earnings, Book Values, and Dividends in equity valuation**". Contemporary Accounting research. 11, 661-687.

Ohlson, J. A., and P.K. Shroff. (1992). **“Changes Versus Level of Earnings as an Explanatory Variables of returns: Some Theoretical Considerations”**. Journal of Accounting research. 30 (2), 210-226.

Ou, J. A. (1990). **“The Information Content of Nonearning Accounting Numbers as Earnings Predictors”**. Journal of Accounting Research. 28, 144-164.

Philipich, K., M. Costigan and L. Lovatna. (1994). **“The Corroborative Relation Between Earnings and Cash Flow Information”**. Advances in accounting, 31-50.

Quirin, J.J., D. O'Bryan, and W. Wilcox. (1999). **"The Corroborative Relation Between Earnings and Cash Flows"**. Quarterly Journal of Business and Economics", 38 (2), 3-16.

Shroff, Pervin K. (1995). **"Determinants of the Returns-Earnings Correlation"**. Contemporary Accounting research. 12 (1), 41-55.

Sin, S. and E. Watts. (2000). **"The information Content of Losses: Liquidation Option and Earnings reversals"**. Australian Journal of Management, 327-338.

Strong, N., M. Walker. (1993). **"The explanatory Value of Earnings for Stock Returns"**. Accounting Review, 68 (2), 385-399.

Wilson, C. R. (1997). **"Distortion effects and extreme observations in empirical research: an analysis of incremental information content of cash flows"**. Journal of Accounting and Finance, 37, 193-180.

الملاحق

الملحق ١. شركات عينة الدراسة

اسم الشركة	سنة التأسيس	الإدراج بعد عام ٢٠٠٧
قطاع الخدمات		
البلاد للخدمات الطبية	١٩٩٧	١
الدولية للاستثمارات الطبية	١٩٩٥	١
التجمعات للمشاريع السياحية	١٩٨٣	١
الفنادق والسياحة الأردنية	١٩٥٥	٢
الحمة المعدنية الأردنية	١٩٦٤	٢
زارا للاستثمار القابضة	١٩٩٤	٢
الاتصالات الأردنية	١٩٩٦	١
المركز الأردني للتجارة الدولية	١٩٨٢	١
التسهيلات التجارية الأردنية	١٩٨٣	١
المتخصصة للتجارة والاستثمارات	١٩٩٤	١
الأردنية للاستثمارات المتخصصة	١٩٩٥	١
الأسواق الحرة الأردنية	١٩٩٦	٢
العربية الدولية للتعليم والاستثمار	١٩٨٩	١
عمان للتنمية والاستثمارية	١٩٩٥	٢
قطاع الصناعة		
المركز العربي للصناعات الدوائية	١٩٨٣	١
الشرق الأوسط للصناعات الدوائية والكيماوية والمستلزمات الطبية	١٩٨١	١
العالمية للصناعات الكيماوية	١٩٨١	١
الموارد الصناعية الأردنية	١٩٨١	١
المتكاملة للمشاريع المتعددة (العالمية لصناعة البصريات والسمعيات سابقاً)	١٩٩٤	١
الصناعات والكبريت الأردنية/ جميكو	١٩٨٢	٢
السلفوكيماويات الأردنية	١٩٨٣	٢
اللؤلؤة لصناعة الورق الصحي	١٩٩٣	١
الإقبال للطباعة والتغليف	١٩٩٤	١

اسم الشركة	سنة التأسيس	الإدراج بعد عام ٢٠٠٧
الاتحاد للصناعات المتطورة	١٩٩٥	١
العالمية الحديثة للزيوت النباتية	١٩٨٩	١
المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	١٩٩٤	١
مصانع الزيوت النباتية الأردنية	١٩٥٤	١
الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجلتها	١٩٨٧	٢
الاستثمارات العامة	١٩٥٥	٢
الوطنية للدواجن	١٩٩٤	٢
أمانة للاستثمارات الزراعية والصناعية	١٩٩٥	٢
العامة للتعدين	١٩٧٣	١
العربية لصناعة الالمنيوم / آرال	١٩٧٦	١
الوطنية لصناعة الصلب	١٩٧٩	١
مناجم الفوسفات الأردنية	١٩٥٣	١
مصانع الاسمنت الأردنية	١٩٥١	١
حديد الأردن	١٩٩٣	١
الوطنية لصناعات الالمنيوم	١٩٩٤	١
الأردنية لصناعات الصوف الصخري	١٩٨١	٢
الأردنية لصناعة الأنابيب	١٩٧٣	١
الأردنية للصناعات الخشبية / جوايكو	١٩٨٢	١
الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	١٩٩٥	١
العربية لصناعة المواسير المعدنية	١٩٩٤	١
الجنوب لصناعة الفلاتر	١٩٩٧	٢
الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	١٩٨٣	١
الكابلات الأردنية الحديثة	١٩٨٩	١
العربية للصناعات الكهربائية	١٩٩٣	١
مصانع الأجواخ الأردنية	١٩٦٢	١
الدباغة الأردنية	١٩٥٧	٢
الدولية لانتاج الأقمشة	١٩٩٣	٢
مصانع الخزف الأردنية	١٩٦٦	١
المتصدرة للأعمال والمشاريع (مصانع المنظفات الكيماوية العربية سابقاً)	١٩٧٤	١
الصناعات البتروكيماوية الوسيطة	١٩٨٠	٢

اسم الشركة	سنة التأسيس	الإدراج بعد عام ٢٠٠٧
القريــة للـصناعات الغذائيــة والزيــوت النبــاتي (اتحـاد الـصناعات الكيماويـة والزيـوت النباتيـة سابقاً)	١٩٩٣	١
الدولية لصناعات السيليكا	١٩٩٧	٢
الوطنية للصناعات الهندسية المتعددة / ناميكو	١٩٩٥	٢
الأردنية المركزية	١٩٩٥	١

الملحق2. الشركات التي تم استبعادها بسبب عدم توافر البيانات اللازمة لاحتساب متغيرات الدراسة

اسم الشركة	القطاع	سبب الاستبعاد
البتراء للتعليم	الخدمات	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٥/٢/١٧) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
الإسراء للتعليم والاستثمار	الخدمات	أدرجت متأخرة وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
فيلادلفيا الدولية للاستثمارات التعليمية	الخدمات	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٥/٥/٥) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
الأردن لتطوير المشاريع السياحية	الخدمات	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٥) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
وادي الشتا للاستثمارات السياحية	الخدمات	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٥/١١/١٥) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
الركائز للاستثمار	الخدمات	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٧/١/٢٥) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
مسافات للنقل المتخصص	الخدمات	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٦/٥/١٧) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
المتكاملة للنقل المتعدد	الخدمات	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٦/٤/٢٧) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
رم للنقل السياحي المتخصص	الخدمات	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٧/٣/٢٧) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
الفارس الوطنية للاستثمار والتصدير	الخدمات	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٥/٢/١٧) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
بندار للتجارة والاستثمار	الخدمات	أدرجت متأخرة وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
درويش الخليلي وأولاده	الخدمات	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٥/٥/١٧) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
مجموعة أوفتك للاستثمار	الخدمات	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٥/٩/٨) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
الجنوب للإلكترونيات	الخدمات	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٥/١٠/١٧) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
نوبار للتجارة والاستثمار	الخدمات	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٦/٢/٢) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم

اسم الشركة	القطاع	سبب الاستبعاد
النموذجية للمطاعم	الخدمات	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
الفاتحون العرب للصناعة والتجارة	الخدمات	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
البترول الوطنية(حكومية)	الخدمات	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
البحرينية الأردنية للتقنية والاتصالات	الخدمات	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
الثقة للنقل الدولي	الخدمات	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
عالية- الخطوط الجوية الملكية الأردنية	الخدمات	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٢) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
الحياة للصناعات الدوائية	الصناعة	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٥/١١/٣٠) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	الصناعة	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٥/١٠/١٧) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
الوطنية الأولى لصناعة وتكرير الزيوت النباتية	الصناعة	أدرجت متأخرة وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
عافية العالمية – الأردن	الصناعة	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٤/١١/١٠) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
القدس للصناعات الخرسانية	الصناعة	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٥/٦/٢٢) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
الألبسة الأردنية	الصناعة	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٦/٦/٢٢) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
الوطنية لإنتاج النفط والطاقة الكهربائية من الصخر الزيتي	الصناعة	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
باطون لصناعة الطوب والبلاط المتداخل	الصناعة	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
مصانع الكابلات المتحدة	الصناعة	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
العامة لصناعة وتسيق الخرسانة الخفيفة	الصناعة	أدرجت متأخرة (في ٢٠٠٦) وبالتالي لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
الشركة المتحدة التكاملية للصناعات المتعددة والاستثمار (المجموعة المتحدة للنسيج سابقاً)	الصناعة	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
العامة للصناعات الهندسية	الصناعة	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
الاستثمارات والصناعات المتكاملة	الصناعة	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم

اسم الشركة	القطاع	سبب الاستبعاد
الصناعات الهندسية العربية	الصناعة	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
دار الغذاء	الصناعة	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
مغنيسيا الأردن	الصناعة	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
مجموعة العصر للاستثمار	الصناعة	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم
عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	الصناعة	لا تتوافر البيانات اللازمة وأسعار إغلاق الأسهم

الملحق ٣. الشركات التي تم استبعادها بسبب الأندماج، أو توزيع الأسهم المجانية، أو تجزئة قيمة السهم، أو التصفية

اسم الشركة	القطاع	سبب الاستبعاد
المجموعة الاستشارية الاستثمارية	الخدمات	الاندماج
الأهلية للمشاريع (الأهلية للمراكز التجارية سابقاً)	الخدمات	الاندماج
العربية الدولية للفنادق	الخدمات	الاندماج
الدولية للفنادق والأسواق التجارية	الخدمات	الاندماج
البحر المتوسط للاستثمارات السياحية	الخدمات	الاندماج
الشرق للمشاريع الاستثمارية	الخدمات	الاندماج
الخطوط البحرية الوطنية الأردنية	الخدمات	الاندماج
الموحدة للنقل والخدمات اللوجستية	الخدمات	الاندماج
الطباعون العرب	الخدمات	الاندماج
الأردنية لإنتاج الأدوية	الصناعة	الاندماج
العربية لصناعة الأدوية	الصناعة	الاندماج
العربية للمشاريع الاستثمارية	الصناعة	الاندماج
مصانع الورق والكرتون الأردنية	الصناعة	الاندماج
الإقبال للاستثمار	الصناعة	الاندماج
شركة الترافرتين	الصناعة	الاندماج
رم علاء الدين للصناعات الهندسية	الصناعة	الاندماج
الصناعات الكيماوية الأردنية	الصناعة	توزيع الأسهم المجانية
الزرقاء للتعليم والاستثمار	الخدمات	توزيع الأسهم المجانية
النقليات السياحة الأردنية/ جت	الخدمات	توزيع الأسهم المجانية
المؤسسة الصحفية الأردنية / الرأي	الخدمات	توزيع الأسهم المجانية
الأردنية للصحافة والنشر/ الدستور	الخدمات	توزيع الأسهم المجانية
الكهرباء الأردنية	الخدمات	توزيع الأسهم المجانية
كهرباء محافظة إربد	الخدمات	توزيع الأسهم المجانية
مصفاة البترول الأردنية/ جوبترول	الخدمات	تجزئة الأسهم
المقايضة للنقل والاستثمار	الخدمات	توزيع الأسهم المجانية
السلام الدولية للنقل والتجارة	الخدمات	توزيع الأسهم المجانية
دار الدواء للتنمية والاستثمار	الصناعة	توزيع الأسهم المجانية
الوطنية لصناعة الكلورين	الصناعة	توزيع الأسهم المجانية
الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	الصناعة	توزيع الأسهم المجانية

اسم الشركة	القطاع	سبب الاستبعاد
الألبان الأردنية	الصناعة	توزيع الأسهم المجانية
مصانع الاتحاد لانتاج التبغ	الصناعة	توزيع الأسهم المجانية
البوتاس العربية	الصناعة	توزيع الأسهم المجانية
مجمع الشرق الأوسط للصناعات الهندسية والالكترونية والثقيلة	الصناعة	توزيع الأسهم المجانية
الدولية للصناعات الخزفية	الصناعة	توزيع الأسهم المجانية
الشرق الأوسط للتنمية والتجارة	الخدمات	تمت التصفية في ٢٠٠٢/٧/٨*
انجاز للتنمية والمشاريع المتعددة (المواشي والدواجن سابقاً)	الخدمات	تمت التصفية في ٢٠٠٢/٣/١٩
الغزل والنسيج الأردنية	الصناعة	تمت التصفية في ٢٠٠٥/٦/٢٠
رافيا الصناعية للأكياس البلاستيكية	الصناعة	تمت التصفية في ٢٠٠٣/٣/٢٤*
الصناعات الوطنية	الصناعة	تمت التصفية
العربية للاستثمار والتجارة الدولية	الصناعة	تمت التصفية في ٢٠٠٣/١١/٢٢
الكوثر للاستثمار	الصناعة	تمت التصفية في عام ٢٠٠٠
الأردنية الكويتية للمنتوجات الزراعية	الصناعة	تمت التصفية في عام ٢٠٠٠
نيزك لصناعة القوالب والمعدات	الصناعة	تمت التصفية في ٢٠٠٣/٥/١٢*
الملح الصافي	الصناعة	تمت التصفية في ٢٠٠٢/٥/١
مجموعة الشرق الأوسط للاستثمارات الدولية	الصناعة	تمت التصفية في ٢٠٠٣/١٠/٢١
التبغ والسجاير الأردنية	الصناعة	تمت التصفية*
الوطنية للصناعات النسيجية والبلاستيكية	الصناعة	تمت التصفية في ٢٠٠٥/٦/١٨
المتحدة للصناعات الزجاجية	الصناعة	تمت التصفية في عام ٢٠٠٥
العصرية للصناعات الغذائية والزيوت النباتية	الصناعة	تمت التصفية في عام ٢٠٠٥

الملحق ٤. الشركات التي تم استبعادها بسبب عدم انتهاء السنة المالية لها بنهاية كانون أول

اسم الشركة	القطاع	سبب الاستبعاد
مدارس الاتحاد	الخدمات	نهاية السنة المالية في ٧/٣١
الشرق للمشاريع الاستثمارية[٢٣]	الخدمات	كانت تنتهي في ٩/٣٠ حتى تم التغيير في ٢٠٠٣/١٢/٣١
الأردنية للاستثمار والنقل الساحي/ ألفا	الخدمات	كانت تنتهي في ٦/٣٠ حتى تم التغيير في ٢٠٠٤/١٠/١٠
الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	الصناعة	كانت تنتهي في ٦/٣٠ حتى تم التغيير في ٢٠٠٣/١٢/٣١

[23] وردت الشركة مسبقاً في ملحق الشركات التي أدمجت فلم يتم إدخالها بنسبة الشركات المستبعدة إلى المدرجة في الجدول رقم (٥).

الملحق ٥ . سنوات الدراسة مقسمة حسب متغيرات الاقتصاد الكلي إلى فئتين(منخفض ومرتفع)

المستوى	السنوات	معدل التضخم
	معدل التضخم	
منخفض	١٩٩٩	(٠,٠٠٢٤)
	٢٠٠٠	(٠,٠٠٢٤)
	٢٠٠٢	٠,٠٠٨٢
	٢٠٠١	٠,٠٠٩٠
	١٩٩٧	٠,٠١٢٢
	٢٠٠٣	٠,٠١٨٨
مرتفع	١٩٩٥	٠,٠١٨٨
	١٩٩٦	٠,٠٢٠٨
	٢٠٠٤	٠,٠٣١٠
	٢٠٠٥	٠,٠٣٢١
	٢٠٠٦	٠,٠٥١٨
	٢٠٠٧	٠,٠٥٩٦
	١٩٩٨	٠,٠٦٠٠
	الرقم القياسي لكميات الانتاج الصناعي	
منخفض	١٩٩٦	١٠٦,٦
	٢٠٠٠	١٠٦,٩
	١٩٩٧	١١٢
	١٩٩٥	١١٢,٥
	١٩٩٨	١١٤,٩
	١٩٩٩	١١٥,٣
مرتفع	٢٠٠٣	١١٦
	٢٠٠١	١١٩,٣
	٢٠٠٢	١٢٦,٧
	٢٠٠٤	١٢٩,٩
	٢٠٠٥	١٤٣,١
	٢٠٠٦	١٥١,٤
	٢٠٠٧	١٥٦,٢

الملحق ٦ . متوسطات المتغيرين القرينين (الرفع المالي، وفرص النمو) خلال سنوات الدراسة

السنة	الرفع المالي	فرص النمو
١٩٩٥	٠,٢٨٨	١,٦٥٢
١٩٩٦	٠,٢٩٧	١,٥٠٢
١٩٩٧	٠,٣١٤	١,١٤٥
١٩٩٨	٠,٣٠٤	٠,٩٧٩
١٩٩٩	٠,٣٣١	٠,٨٧٠
٢٠٠٠	٠,٣١٦	٠,٨٦١
٢٠٠١	٠,٣٣٣	٠,٩٧١
٢٠٠٢	٠,٣٠٣	٠,٨٦٢
٢٠٠٣	٠,٣١٨	٠,٩٥٨
٢٠٠٤	٠,٣٣٨	١,٣٦٦
٢٠٠٥	٠,٢٨٣	١,٦٦٠
٢٠٠٦	٠,٢٨٧	١,٩١٥
٢٠٠٧	٠,٣١٨	١,٧٧٩

INFORMATION CONTENT OF LOSSES

By
Dalia Ibrahim Mustafa

Supervisor
Dr. Mamoun M. Al- Debi'e

ABSTRACT

The purpose of this study is to examine the relationship between accounting losses and stock market returns taking into consideration the measurement window, the frequency of accounting losses, and the mean reversion. Furthermore the study attempts to examine whether book value and cash flows from operations have any incremental information content above the earnings figure. Additionally, this study applies the contextual analysis by using four contextual variables which are growth opportunities, financial leverage, macroeconomic variables, and listing period in Amman Stock Exchange.

In order to examine the study hypotheses, univariate and multivariate regression models are used. The sample of the study consists of 57 industrial and service companies that are listed on Amman Stock Exchange, during the period 1995-2007.

The statistical analysis shows the following results: (1) Accounting losses have no information content in regard to stock returns. (2) The explanatory power of the returns-losses relationship increases over long measurement windows. (3) The explanatory power of the returns-earnings relationship declines with the frequency of losses. (4) There is a difference between the returns-earnings relationship and returns-losses relationship for the equal-extremity sample of observations. (5) Book value is superior to losses in terms of incremental information content, while the inverse is true for the cash flow from operations which has no incremental information content over losses (6) Financial leverage, macroeconomic variables, and listing period in Amman Exchange do not affect the relationship between losses and stock market returns. (7) Growth opportunities affect the returns-losses relationship.

Key words: accounting earnings, accounting losses, stock market returns, information content, additional information content, growth opportunity, financial leverage, macroeconomic variables, listing period, book value, cash flow from operations.